

## Resumen

La actividad de titulización se expandió de forma espectacular en el periodo previo al comienzo de la crisis crediticia, en términos de actividad y en el número y la complejidad de los instrumentos empleados. La reciente crisis financiera ha mostrado las vulnerabilidades de los mercados de titulización, dañando el funcionamiento de los mercados de crédito. Este artículo presenta someramente el desarrollo en las actividades de titulización en la Zona Euro, resaltando las implicaciones de la política monetaria y la estabilidad financiera, las actuales iniciativas del Eurosistema para recopilar y ofrecer estadísticas sobre titulización, e iniciativas regulatorias actualmente llevadas a cabo. Estas cuestiones necesitan también ser evaluadas en futuras regulaciones.

*Palabras clave:* titulización, crisis financiera, Banco Central Europeo, regulación.

## Abstract

Securitisation activity expanded spectacularly prior to the burst of the credit turmoil in terms of activity and in the number and complexity of the instruments used. The recent financial crisis has brought vulnerabilities of securitisation markets impairing the functioning of credit markets. This article presents facts related to securitisation developments and performance in the euro area, highlighting monetary policy and financial stability implications, current initiatives at the European Central Bank to collect and make available statistics on securitisation, and regulatory initiatives currently being undertaken. These issues need to be assessed in future regulations.

*Key words:* securitisation, financial crisis, European Central Bank, regulation.

*JEL classification:* G00, G18.

# TITULIZACIÓN EN LA ZONA EURO: NUEVAS PERSPECTIVAS

David MARQUÉS-IBÁÑEZ

Antonio MATAS MIR

*Banco Central Europeo*

## I. INTRODUCCIÓN (\*)

La actividad de titulización se expandió de manera espectacular en el periodo previo al comienzo de la crisis crediticia, tanto en términos de actividad como en cuanto a la complejidad de los instrumentos utilizados. En Europa, como en muchas otras áreas económicamente desarrolladas, la crisis en los mercados de crédito ha ilustrado crudamente cómo la actividad de titulización ha cambiado drásticamente en sólo unos pocos años, pasando de ser un pequeño nicho de mercado a tener una influencia fundamental en el sistema financiero.

En este sentido, el reciente periodo de tensiones en los mercados de crédito ha expuesto vivamente las vulnerabilidades de los mercados de titulización, mostrando que los problemas en éstos, a su vez, pueden perjudicar dramáticamente el funcionamiento del sistema financiero y necesitarían ser evaluados cuidadosamente en regulaciones futuras. Este artículo presentará, en primer lugar, una descripción somera del desarrollo de la titulización en la Zona Euro. En este sentido, también mencionará las iniciativas existentes por parte del Eurosistema de bancos centrales para recopilar y ofrecer estadísticas sobre titulización en Europa. Subrayará también algunas posibles implicaciones del desarrollo de la titulización en la oferta de crédito y en la transmisión de la política monetaria, considerando asimismo si

esta relación puede cambiar en periodos de crisis. Finalmente, resaltaré algunas implicaciones que la actividad de titulización, en particular de la manera en que ha sido desarrollada en los últimos años, ha tenido y puede tener en la estabilidad financiera. Por último, haremos una referencia somera a algunas de las iniciativas representativas en materia de la regulación financiera del mercado de la titulización en Europa.

## II. DEFINICIÓN Y AVANCES EN LOS MERCADOS DE TITULIZACIÓN

La titulización, concebida desde una perspectiva tradicional, puede ser definida como la agrupación de activos financieros (un ejemplo típico sería el de los préstamos hipotecarios) y su subsiguiente venta a una tercera entidad por parte de la entidad (normalmente una banca) originadora del crédito a través de un vehículo de titulización (*special purpose vehicles*, o SPV). Respaldada por la agrupación de estos activos, esta última entidad (SPV) emite a su vez unos bonos conocidos como titulizaciones (*asset-backed securities*, o ABS); a inversores; en ellos, el servicio del principal y del interés deriva de los flujos de caja producidos por la cartera de activos financieros subyacentes. A cambio de estos flujos de caja futuros, al comprar la titulización los inversores proporcionan financiación y adquieren riesgo de crédito. En el caso de la titulización sin-

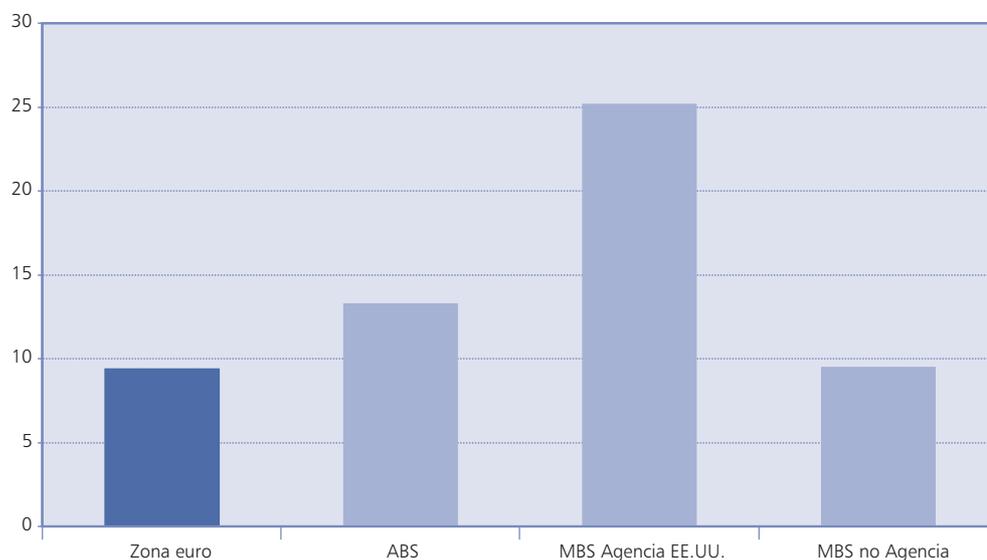
tética, no hay una provisión de financiación, pero sí una transferencia del riesgo de crédito de los activos subyacentes utilizando derivados del crédito (1). Mientras la titulización ha sido utilizada en los Estados Unidos durante varias décadas, los años anteriores a la recesión crediticia coincidieron con espectaculares incrementos en el volumen de la actividad de titulización y en el número de países empleando estas técnicas. La titulización tradicional ha sido más común en los Estados Unidos y, en un menor grado, en el Reino Unido y la Europa continental (gráfico 1).

Tradicionalmente, la mayoría de los activos titulizados consistían en un gran número de activos de tamaño pequeño relativamente homogéneos relacionados con el consumidor, tales como

préstamos hipotecarios de vivienda, que dan lugar a titulizaciones respaldadas por hipotecas de vivienda (*residential mortgage backed securities*, RMBS). Estos activos son particularmente apropiados para la titulización, dado que las asimetrías de la información (o los diferentes grados de conocimiento) entre los bancos originadores del préstamo y los inversores externos, respecto a la calidad de los préstamos subyacentes, son habitualmente bastante bajas. Esto permite a los inversores externos estimar con bastante precisión el valor de la cartera subyacente en condiciones económicas normales. Además, la agrupación de un gran número de activos homogéneos, y generalmente pequeños, ayuda a reducir, mediante diversificación, los riesgos idiosincrásicos de la cartera (por ejemplo, riesgos individuales relacionados con los

activos subyacentes). Sin embargo, la cartera subyacente permanece sujeta a riesgos macroeconómicos, o sistémicos tales como caídas en el precio de la vivienda o crisis de confianza en el mercado. Estas últimas pueden tener un fuerte impacto sobre el valor de las titulizaciones, como ha quedado claramente de manifiesto en la crisis reciente. Durante los últimos años, ha habido asimismo una tendencia significativa hacia la titulización de activos generalmente mayores y más heterogéneos que los préstamos hipotecarios, tales como bonos de empresa con mayor riesgo crediticio (incluyendo los así llamados bonos basura o *junk bonds*), préstamos sindicados, y préstamos a pequeña y mediana empresa, e incluso a combinar algunas de las técnicas de la titulización tradicional con innovaciones recientes en la ges-

GRÁFICO 1  
SALDOS VIVOS DE ACTIVIDAD DE PRODUCTOS DE TITULIZACIÓN  
(En porcentaje sobre el PIB en 2009)



Nota: Para los países europeos, los datos informan sobre la emisión en el Euromercado o en los mercados europeos domésticos. Para los Estados Unidos, los datos se refieren a la emisión en el mercado de EE.UU. Al no haber información sobre el país de garantía para los Estados Unidos, se asume que las emisiones de EE.UU. tienen principalmente garantía doméstica.

Fuentes: European Securitisation Forum, Asociación del Mercado de Bonos, Eurostat y FMI.

ción del riesgo de crédito. Por otra parte, en vez de vender los activos subyacentes mediante una venta real (*true sale*), también es posible transferir sólo el riesgo de crédito de los activos subyacentes empleando derivados del crédito. En este caso, los activos en sí a menudo permanecen en la hoja de balance del banco que originó el préstamo; un proceso que es conocido como «titulización sintética» (2).

La búsqueda de activos de elevado rendimiento por parte de los inversores en los años anteriores a la crisis crediticia (o *search for yield*) llevó generalmente a incrementos en la complejidad de los instrumentos de titulización, al asumir mayor apalancamiento y exposiciones subyacentes más opacas, y a menudo con mayores riesgos. Como resultado de esta complejidad y opacidad, existía un mercado secundario muy limitado para tales instrumentos, por lo que eran

a menudo valorados utilizando modelos bancarios internos propios, en vez de utilizar los valores de mercado. Por su construcción, estos modelos necesitaban asumir una serie de supuestos bajo los cuales a menudo pequeños cambios en dichos supuestos generalmente conduciría a cambios significativos en los valores de la titulización.

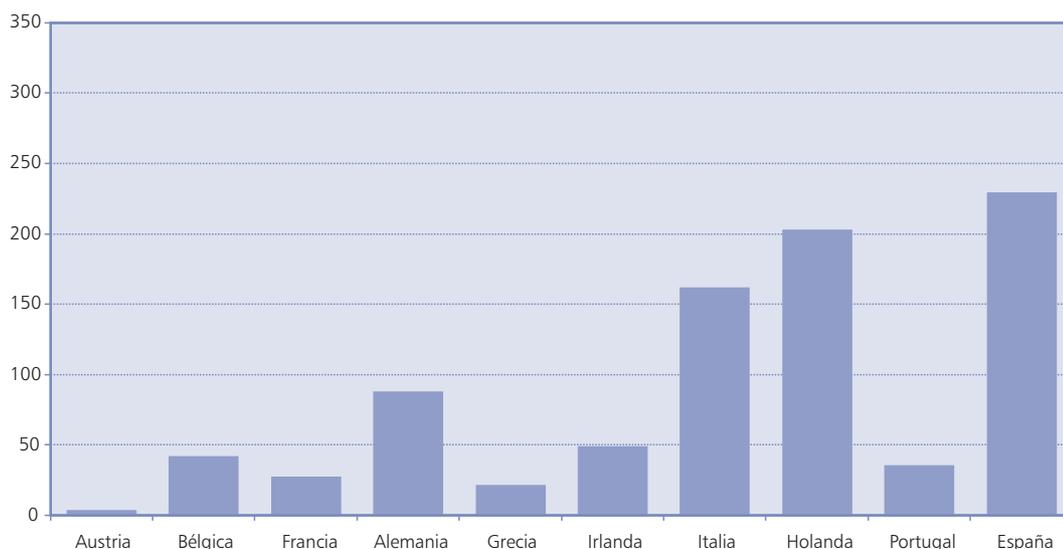
En general, la cantidad de titulización se ha visto incrementada en todos los países de la Zona Euro, pero los mercados más grandes están localizados en España, Holanda e Italia (ver gráfico 2). Uno de los principales factores causantes de los niveles divergentes de emisión está relacionado con los avances en la titulización de préstamos hipotecarios (RMBS), que explican más de la mitad de la emisión total de titulización. La emisión de RMBS ha sido generalmente mayor en países como España y Holanda, donde la financiación para la adquisi-

ción de viviendas ha ido creciendo con considerable rapidez en los años previos a la recesión crediticia.

### III. EVOLUCIÓN DE LA CALIDAD CREDITICIA DE LAS TITULIZACIONES EN LA ZONA EURO

Adicionalmente a la actividad de emisión, un elemento importante de la actividad de titulización es la evolución de la calidad crediticia en los productos. Una forma de considerar el potencial de pérdidas futuras es examinar la evolución de la calidad crediticia de los productos financieros estructurados en la Zona Euro a través de la evolución de los *ratings* corrientes asignados, por parte de las agencias de calificación, en relación con el *rating* obtenido en el momento de la emisión. Una ventaja de esta aproximación, particularmente en periodos de tensión en los mercados de crédito, es que

GRÁFICO 2  
SALDOS VIVOS POR PAÍS DE LA ZONA EURO  
(En millardos de euros, 2008 cuarto trimestre)



Fuente: Foro Europeo de Titulización.

posiblemente la evolución de los *ratings* sea un indicador menos volátil en comparación con, por ejemplo, las pérdidas en términos de valor de mercado, dado que puede que estas últimas reflejen también un elemento de iliquidez. Utilizando información sobre titulaciones individuales que aún se encontraban vigentes a finales de 2008, hemos sido capaces de recopilar algunas figuras aproximadas al respecto (3). Estimamos que de, aproximadamente, unos 1.100 millardos en titulaciones financieras estructuradas, respaldadas por activos de la Zona Euro, que se encontraban aún vigentes a finales de 2008, unos 63 millardos, o aproximadamente el 6 por 100 del total, tienen un *rating* más bajo a finales de 2008 que el correspondiente al momento de la emisión. Esto se compara con las titulaciones respaldadas por activos

originados en EE.UU., donde estimamos que la misma figura asciende al 35 por 100 (4).

El gráfico 3 presenta un mayor detalle sobre la evolución de la calidad crediticia en las titulaciones de la Zona Euro, al representar los saldos vivos a finales de 2008 en función de la importancia del deterioro crediticio de las titulaciones desde su emisión. Dicha importancia se mide por escalones de rebaja en los *ratings* a partir de la emisión, desde las rebajas más severas (10 o más escalones) a la más benignas (1 escalón). Así, por ejemplo, la severidad mediana aproximada de rebaja en los *ratings* estaría alrededor de tres categorías, significando que un total de 31,5 millardos de euros en saldos vivos a finales de 2008 ha sufrido rebajas

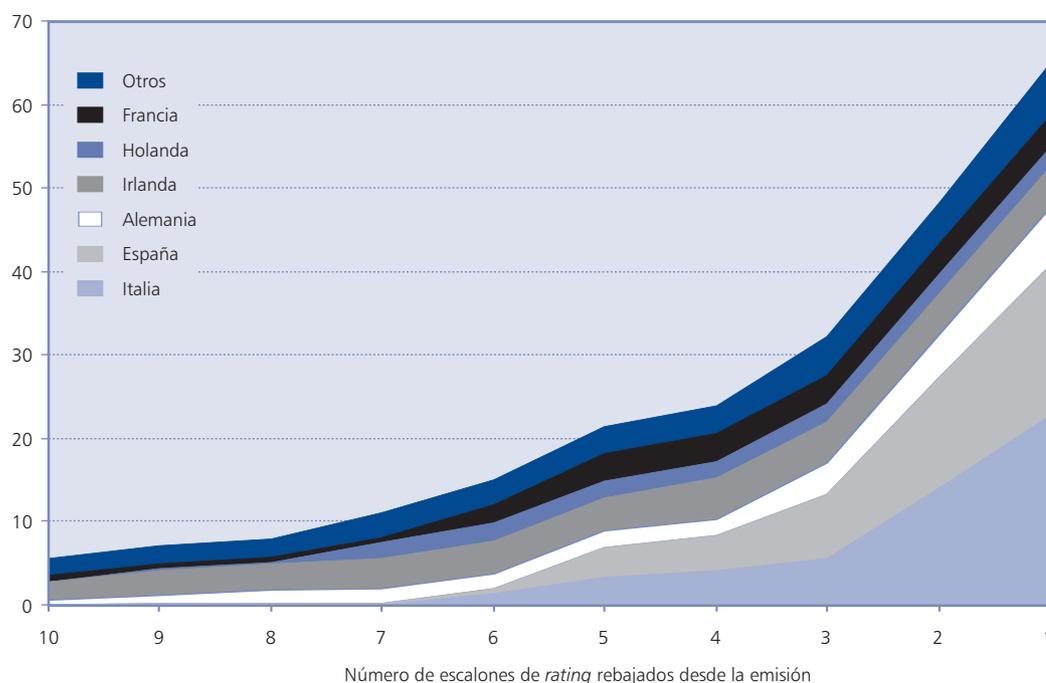
en los *ratings* de tres escalones o más desde su emisión. Por otro lado, sólo cerca de 5 millardos de euros en saldos vivos a finales de 2008 habrían sido severamente degradados, 10 o más escalones en términos de *rating*.

Resulta también revelador considerar cómo la rebaja acumulada en las calificaciones crediticias varía dependiendo de los años de emisión; ver gráfico 4 (5). Del gráfico se extrae que los estándares de concesión de crédito fueron particularmente laxos en términos globales durante lo más alto del ciclo del crédito en relación con otros años de emisión, habiendo sufrido rebajas en sus *ratings* aproximadamente un 20 por 100 de todos los tramos emitidos en 2006 y 2007. La laxitud al originar créditos parece haber sido más promi-

GRÁFICO 3

### CALIDAD CREDITICIA DE LAS TITULIZACIONES DE LA ZONA EURO POR ESCALONES DE RATING REBAJADOS DESDE LA EMISIÓN

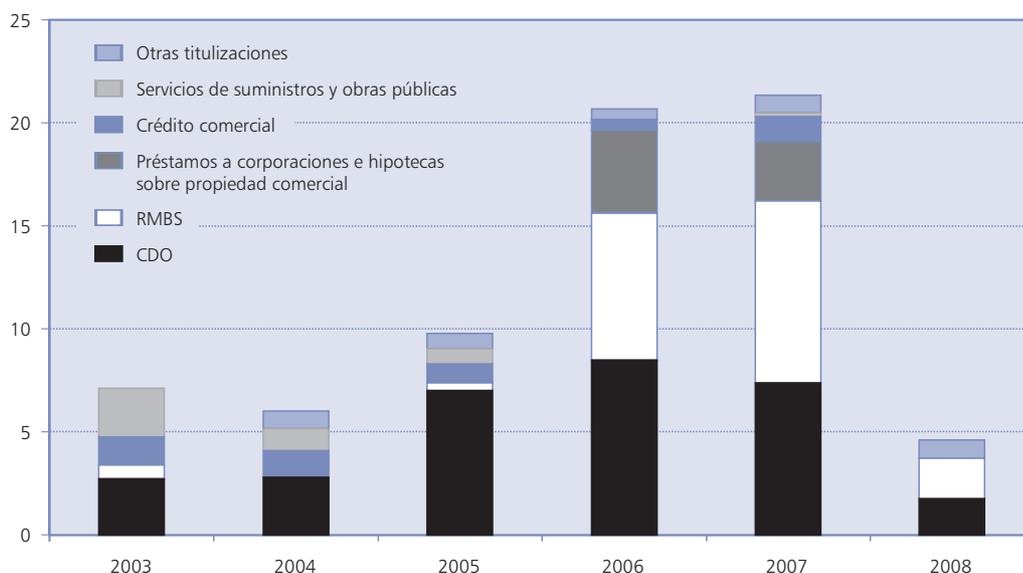
(SalDOS vivos aprox. a finales de 2008 por país de colateral, en millardos de euros)



Fuente: Dealogic.

GRÁFICO 4

**TASAS DE REBAJA EN EL RATING DE LAS TITULIZACIONES EN LA ZONA EURO POR AÑO DE TITULIZACIÓN**  
(Porcentaje de tramos con *rating* rebajado al menos un escalón desde su emisión)



Fuente: Dealogic.

nente, al menos en términos relativos, en las categorías de emisión de las titulaciones respaldadas por hipotecas de vivienda (RMBS), los préstamos corporativos y las titulaciones respaldadas por hipotecas sobre propiedad comercial (*commercial mortgage-backed securities*, CMBS). Por el contrario, las tasas de rebaja en el *rating* en las obligaciones de deuda colateralizada (*collateralized debt obligations*, CDO) son ya significativamente elevadas para las emisiones más tempranas, presentando en 2005 tasas casi idénticas a las de los máximos cíclicos en 2006-2007.

#### IV. NUEVAS ESTADÍSTICAS DEL BCE SOBRE TITULIZACIÓN

Dado que la titulización ha crecido para convertirse en una parte esencial de la creación de crédito y la transferencia del riesgo de crédito en la Zona Euro, el Banco

Central Europeo (BCE) ha emitido dos regulaciones estadísticas que apuntan a proveer suficiente información agregada y armonizada sobre los mercados de titulización. Las regulaciones establecen nuevos requerimientos de información para los vehículos de titulización y amplían las estadísticas informativas ya existentes para los bancos, incluyendo las operaciones de titulización independientemente de su tratamiento contable (6). Los informes mensuales y trimestrales obligatorios, siguiendo las nuevas regulaciones, comenzarán en 2010.

Las nuevas regulaciones requieren a los bancos que informen acerca de los flujos (netos) de titulaciones de préstamos y otras transferencias de préstamos llevadas a cabo durante el periodo informativo, así como también acerca del tratamiento contable aplicado. Esto permitirá eliminar posibles distorsiones en las estadísticas de crecimiento de los prés-

tamos bancarios causadas por la actividad de titulización, ya que en muchos casos los préstamos titulizados son dados de baja del balance utilizado en la compilación de dichas estadísticas (7).

Dado que en la titulización los préstamos abandonan típicamente la contabilidad del sistema bancario para entrar en la perteneciente al sector, menos regulado, de los intermediarios financieros no bancarios, se requerían nuevas estadísticas que permitieran una monitorización fiable de los préstamos tras su titulización. De ahí que las nuevas regulaciones requieran a los bancos que provean de manera continua información sobre los préstamos tras la titulización, mientras mantengan la gestión de los mismos (8).

Los bancos también serán requeridos a informar acerca de sus adquisiciones de deuda negociable emitida por vehículos de titu-

lización, incluyendo la retención de títulos respaldados por colateral originado por el mismo informante (titulizaciones retenidas). Las tasas de retención de titulaciones contienen importante información sobre la salud de los mercados de titulización públicos, así como una indicación del grado real de transferencia del riesgo obtenido en el proceso de titulización. Por último, y no menos importante, se establecen también obligaciones de información para los vehículos de titulización residentes en la Zona Euro. Esto consiste principalmente en el aporte de información trimestral acerca de su balance de situación y sobre las transacciones financieras llevadas a cabo durante el periodo informativo.

El BCE recibirá los primeros informes estadísticos de vehículos de titulización en febrero de 2010, y de bancos en agosto de 2010. Las nuevas estadísticas para la Zona Euro serán publicadas por el BCE en 2011. Esto contribuirá a mejorar el marco para el análisis monetario y otras tareas desempeñadas por el BCE y los bancos centrales nacionales.

## V. TITULIZACIÓN, ACTIVIDADES DE PRÉSTAMO BANCARIO Y POLÍTICA MONETARIA

Una de las razones para la recopilación de estas estadísticas es que la actividad de titulización podría tener un impacto significativo sobre varios elementos de interés para los bancos centrales, incluyendo el mecanismo de transmisión de la política monetaria y la estabilidad financiera (BCE, 2008). De hecho, el extraordinario crecimiento de la titulización y la innovación financiera en los mercados de crédito anterior a la crisis crediticia ha

producido cambios notables tanto en la estructura financiera de la Zona Euro como en el papel de los bancos. Uno de los principales efectos de los volúmenes de titulización es que grandes cantidades de créditos, que eran tradicionalmente ilíquidos y que solían permanecer en el balance bancario hasta la finalización del contrato de préstamo, se han vuelto disponibles para los inversores financieros. De alguna manera, mientras la producción de préstamos permanece, en gran medida, local, la titulación, al hacerlos comerciables en el mercado secundario puede convertir en global su financiación.

Como resultado de estos cambios, parte de la literatura reciente se centra en el papel de la titulización en la oferta de crédito (Marqués-Ibáñez y Scheicher, 2009). La idea es que el espectacular crecimiento de la actividad de titulización en los años recientes ha modificado el tamaño y el funcionamiento de los mercados de crédito, y es muy probable que tenga implicaciones en los incentivos de los bancos para conceder crédito y reaccionar ante cambios en la política monetaria.

En primer lugar, existe una evidencia sólida proveniente de los Estados Unidos demostrando que la titulización ha conducido a una evaluación de la calidad crediticia de los prestatarios menos rigurosa (ver Dell'Ariccia, Igan y Laeven, 2008; Keys *et al.*, 2008). Estos artículos asumen que si los préstamos son transferidos, mediante titulaciones, desde las hojas de balance de los bancos hacia los mercados, los incentivos para los intermediarios financieros de analizar el riesgo de una manera más rigurosa son menores. En el corto plazo, este cambio en los incentivos contribuiría

a la relajación de los estándares o condiciones de crédito, de forma que algunos prestatarios a los cuales se les denegaba el crédito en el pasado podrían obtenerlo. A largo plazo, esto llevaría a mayores ratios de morosidad en los préstamos bancarios. La relajación de los estándares o condiciones de crédito está asimismo ligada a una expansión en los volúmenes de crédito. En este sentido, Mian y Sufi (2008) utilizan una extensa información desglosada por códigos postales en EE.UU. para demostrar que la titulización jugó un importante papel en la expansión del crédito en este país.

En segundo lugar, existe evidencia de que la titulización ha separado o disminuido la relación entre cambios en la política monetaria y la oferta de crédito. Los resultados, utilizando datos de titulización del mercado *jumbo* de los Estados Unidos, sugieren que la actividad de titulización podría disminuir la efectividad de los canales bancarios de préstamo (ver Loutskina y Strahan, 2006). Siguiendo esta hipótesis, Altunbas, Gambacorta y Marqués-Ibáñez (2009) encuentran que, antes de la actual crisis financiera, los bancos que hacían mayor uso de la titulización estaban más resguardados de los efectos de los cambios en la política monetaria. Sin embargo, el papel de la titulización como amortiguador de *shocks* en las actividades bancarias de préstamo cambiaría radicalmente ante una situación de estrés financiero. En esta situación, una mayor actividad de titulización podría amplificar significativamente el impacto de estos *shocks*. Otro elemento de gran interés para los reguladores es la relación que la titulización podría tener con la estabilidad financiera. Este vínculo se analiza en el siguiente apartado.

## VI. TITULIZACIÓN, ESTABILIDAD FINANCIERA Y NUEVO PAISAJE REGULATORIO

En principio, la titulización puede ser considerada como una mejora organizacional que reduce potencialmente las asimetrías de la información entre inversores y prestatarios, y que hace los mercados de crédito más completos, facilitando así una asignación del riesgo más eficiente entre los inversores. Potencialmente, la titulización también puede distribuir el riesgo entre muchos inversores, dado que el riesgo crediticio puede ser transferido más fácilmente a través del sistema financiero (9). Sin embargo, los acontecimientos más recientes han cuestionado fuertemente si la actividad de titulización, en la forma en que se ha venido utilizando en los últimos años, ha reducido efectivamente las asimetrías de la información entre prestatarios e inversores.

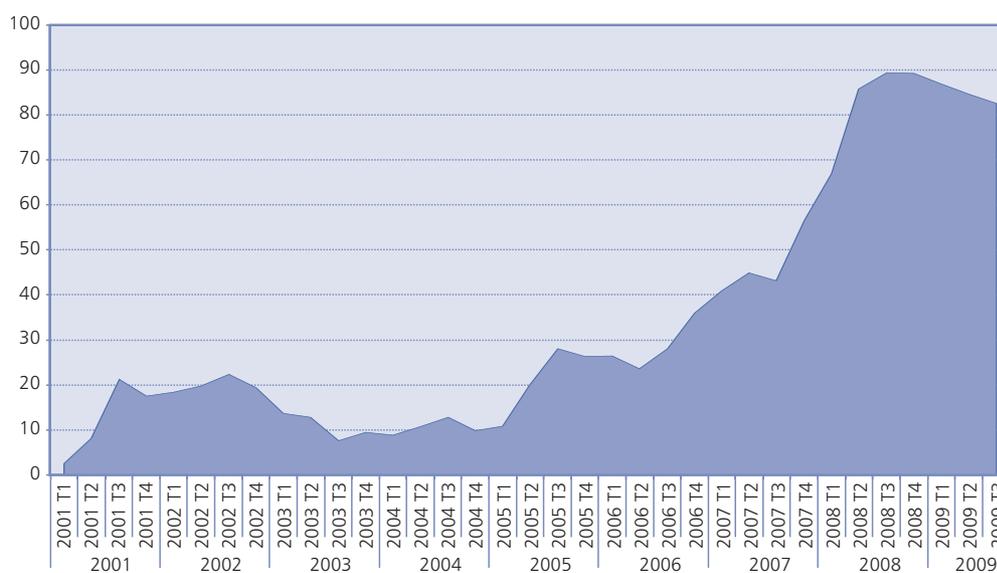
De hecho, la reciente crisis del mercado de crédito está teniendo un impacto sumamente negativo sobre los mercados de titulización. En este sentido, mientras la actividad de titulización en los mercados primarios se ha mantenido robusta, la mayor parte de ella parece ser retenida en las hojas de balance de los originadores (ver gráfico 5 y Van Rixtel y Criado, 2008). Efectivamente, el mercado público de titulización ha estado casi totalmente detenido por completo durante la mayor parte de 2008 y 2009.

Ashcraft y Schuermann (2008) proveen un cuidadoso análisis de las fricciones de información en el proceso de titulización y destacan varios problemas importantes debido a conflictos de interés. Estos conflictos de interés aparecen principalmente a través de las asimetrías de la información entre los principales agentes involu-

crados en el proceso de titulización: inversores finales, gestores de activos, originadores de crédito, agencias de crédito, arreglistas, administradores fiduciarios y prestatarios. Una de las cuestiones más importantes al respecto es cómo proveer mayores incentivos a los inversores para imponer disciplina en las distintas etapas del proceso de titulización. Esta parece ser una cuestión importante, dado que hay evidencia de que muchos inversores han confiado excesivamente en las agencias de calificación externas, en lugar de llevar a cabo su propio análisis del riesgo.

En octubre de 2007, los ministros del G-7 y los gobernadores de bancos centrales pidieron al Foro de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Forum*, FSF) una serie de recomendaciones para fortalecer el sistema financiero, considerando los riesgos planteados por

GRÁFICO 5  
TITULIZACIÓN ABS/MBS RETENIDA POR BANCOS EN LA ZONA EURO  
(En porcentaje sobre el total de titulización)



Fuente: Dealogic. Ver Van Rixtel y Criado (2008).

la reciente crisis (ver Financial Stability Forum, 2008, y The Joint Forum, 2008). El FSF identificó varias cuestiones que merecían ser fortalecidas en el modelo bancario de «originar-y-distribuir» (*originate-and-distribute*). Entre las cuestiones abordadas, el FSF subraya: 1) la falta de alineación de los incentivos a lo largo de la cadena de titulización, incluyendo originadores, arreglistas, distribuidores, gestores, agencias de calificación externas e inversores; 2) la falta de transparencia en relación con los riesgos de los productos titulizados, incluyendo la calidad y la correlación de los activos subyacentes, y 3) la mala gestión de los riesgos asociados al negocio de la titulización, incluyendo riesgo de liquidez, líneas de crédito y *stress testing* de estos riesgos.

Los reguladores ya han tomado decisiones concretas en relación con la implementación de varias de estas recomendaciones (ver IMF, 2009). En cuanto a la alineación de los incentivos de las entidades originadoras y los inversores, las últimas propuestas de enmienda de la Directiva de Requerimientos de Capital (*Capital Requirements Directive*, CRD) requerirá a las instituciones de crédito en la UE que aseguren que en sus inversiones en titulizaciones la entidad originadora de los activos titulizados retenga al menos el 5 por 100 de la exposición total al riesgo de crédito de la titulización. Reglas obligatorias similares, que establecen una ratio de retención de riesgo mínimo para las entidades originadoras, han sido también propuestas por las autoridades de los Estados Unidos. La elección de ratios de retención obligatorias es una cuestión compleja, dado que ratios muy bajas posiblemente no influyeran significativamente el comportamiento de las entidades originadoras, mientras que ratios

de riesgo mayores harían que la titulización no resultara atractiva. Adicionalmente, según varios observadores, el impacto de la retención sobre los incentivos de las entidades originadoras probablemente dependa del instrumento y de las condiciones económicas (Fender y Mitchell, 2009). En este sentido, la CRD preverá que la ratio de retención del 5 por 100 sea revisable, dependiendo del trabajo futuro de la Comisión Europea en esta área.

Tanto las enmiendas de la CRD como las propuestas del Comité de Basilea también requerirán a los bancos que conduzcan sus propias evaluaciones sobre los detalles y hechos materiales importantes relativos a cualquier titulización de terceros en las que inviertan. Dicha verificación debe ser llevada a cabo de forma continuada basándose en la información a nivel individual de las carteras de activos subyacentes a las titulizaciones. El incumplimiento de este requerimiento —que incluiría la dependencia exclusiva de los *ratings* emitidos por las agencias de calificación— es penalizado con la imposición de una ponderación del riesgo de al menos 250 por 100, acotada al máximo de 1.250 por 100, en el cálculo de las exigencias de capital requeridas para la inversión. Muchos interpretan este requerimiento como una necesidad para las entidades originadoras y/o gestoras de proveer de forma continuada información a escala de préstamos individuales en relación con el posible deterioro crediticio de éstos.

Otra área de interés para los reguladores ha sido el establecimiento de ponderaciones del riesgo apropiadas para las denominadas exposiciones de re-titulización. Las re-titulizaciones son aquellas en las que los créditos subyacentes tituli-

zados incluyen tramos de otras titulizaciones. Por ejemplo, una obligación de deuda colateralizada (CDO) respaldada por una cartera de tramos de riesgo de crédito medio (tramos *mezzanine*) de varias titulizaciones, a su vez respaldadas por hipotecas, es una re-titulización. Generalmente, se admite que muchos bancos no reconocieron en su provisión de capital el mayor nivel de riesgo asociado a estas titulizaciones (10). El régimen regulatorio de exigencias de capital tampoco distinguía habitualmente las re-titulizaciones de las titulizaciones ordinarias. Por consiguiente, el Comité de Basilea ha propuesto una serie diferente de ponderaciones del riesgo más elevadas para las exposiciones de re-titulización. La Comisión Europea planea incluir estas propuestas en las próximas enmiendas de la Directiva de Requerimientos de Capital.

Otros cambios regulatorios propuestos por el Comité de Basilea, que probablemente sean adoptados como parte de las enmiendas de la CRD, están relacionados con las exposiciones a titulizaciones en la cartera de negociación, que requerirán las mismas exigencias de capital que aquellas en la cartera de inversión; un reforzamiento de las exigencias de capital en relación con las facilidades de liquidez y con las mejoras crediticias otorgadas a vehículos de papel comercial respaldado por activos (*asset backed commercial paper* (ABCP) *conduits*), y un mejorado régimen de información bajo el pilar 3 de Basilea II, incluyendo información sobre titulizaciones en la cartera de negociación, facilidades de liquidez para los vehículos ABCP y la esponsorización de vehículos fuera de balance.

Se prevén también cambios importantes en el tratamiento contable de las titulizaciones. En un reciente borrador de exposi-

ción, el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (CNIC, o IASB en inglés) ha propuesto una simplificación del régimen relativo a la baja del balance de los activos financieros regulada en la NIC 39 (11). Muchos perciben que, dada su forma presente, el borrador probablemente implicaría, en la mayor parte de los casos, la imposibilidad de dar de baja del balance a los activos titulizados. Muchas entidades originadoras, especialmente los bancos, prefieren dar de baja del balance a los activos titulizados, dado que esto les permite reducir la proporción de activos ilíquidos en balance (por ejemplo, préstamos), disminuir su apalancamiento aparente y exhibir ratios préstamos-depósitos más saludables (12). Así, si bien las propuestas aún siguen siendo debatidas por las partes interesadas, es probable que una prohibición casi universal de dar de baja del balance a los activos asociados a una titulación pueda suponer desincentivos significativos para muchas entidades originadoras. No obstante, el efecto neto de los cambios propuestos puede que se vea mitigado de alguna forma por el hecho de que la interpretación de la actual NIC 39 por los auditores en Europa ha sido, hasta el momento, bastante conservadora, permitiendo en la práctica la baja del balance de activos titulizados sólo en casos bien definidos, especialmente en las cuentas consolidadas de los bancos.

La industria también ha dado pasos hacia la auto-regulación, en particular en relación con la necesidad de una mayor transparencia en los mercados de titulación para restablecer la confianza de los inversores. De particular importancia son las iniciativas anunciadas en julio de 2008 por nueve asociaciones europeas y globales representativas de la industria. Es-

tas medidas incluyen, entre otras, la introducción de códigos de conducta para los emisores de papel comercial respaldado por activos (vehículos ABCP) y para los emisores de titulaciones a plazo; el fácil acceso a la información acerca de las transacciones, folletos de emisión e informes de inversión; la estandarización de definiciones y modelos de información, y la producción de información estadística agregada de carácter público.

En resumen, el crecimiento espectacular de la actividad de titulación experimentado a lo largo de la década anterior a la crisis crediticia ha alterado radicalmente el funcionamiento de los mercados de crédito. Ha transformado el papel tradicional de los bancos como proveedores y monitorizadores de crédito. La investigación sobre las implicaciones de la actividad de titulación permanece, sin embargo, en su infancia, y no ha seguido el ritmo de la innovación financiera. La evidencia existente sugiere que se espera que la actividad de titulación altere significativamente los mecanismos de distribución del riesgo dentro del sistema financiero, y está teniendo también un impacto sobre los incentivos de los bancos en cuanto a las actividades de préstamo y la gestión del riesgo de crédito. Como resultado, la actividad de titulación está probablemente alterando los mecanismos de transmisión de política monetaria y podría también tener un impacto significativo sobre la estabilidad financiera. Dada la importancia de la titulación para el sistema financiero en su conjunto, los reguladores, las autoridades que establecen los estándares contables y la industria se enfrentan a una compleja actuación de equilibrio para ayudar a revivir los mercados de titulación de una manera sostenible, autosuficiente y estable.

## NOTAS

(\*) Las opiniones expresadas en este artículo pertenecen únicamente a los autores, y de ninguna manera implican la responsabilidad del Banco Central Europeo.

Traducción de Jodi Cherry.

(1) Ver BCE (2008) y MARQUÉS-IBÁÑEZ y SCHEICHER (2009).

(2) Esto es una simplificación de los posibles procesos de titulación e instrumentos. En cuanto instrumentos, es posible crear titulación de activos que no se poseen y que se adquieren (o su riesgo de crédito) en los mercados. En el caso de la titulación tradicional, a menudo la contabilización depende de la aplicación de las normas contables y de regulación financiera existentes en cada país.

(3) Los datos sobre titulaciones individuales fueron obtenidos de Dealogic. La información indica, para cada titulación, su calificación crediticia en el momento de emisión y su calificación actual, cubriendo las de S&P, MOODY'S y FITCH. Se consideraron sólo las titulaciones emitidas con posterioridad al 31 de diciembre de 1999. Las titulaciones sin calificación fueron excluidas. La información de Dealogic sobre el tamaño de emisión inicial fue convertida a saldos vivos a finales de 2008, derivando factores de cartera a nivel agregado a partir de la información sobre saldos vivos disponible en el informe del Foro Europeo de Titulación (European Securitisation Forum) de 2009: primer trimestre.

(4) Los cálculos para los Estados Unidos excluyen las titulaciones de hipotecas por parte de las entidades esponsorizadas por el Gobierno (*Government Sponsored Enterprises*, GSE).

(5) El gráfico 4 también incluye titulaciones respaldadas por activos originados en el Reino Unido.

(6) Textos legales disponibles en [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_01520090120es00140062.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_01520090120es00140062.pdf) y [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1\\_01520090120es00010013.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/1_01520090120es00010013.pdf).

(7) Las estadísticas oficiales se compilan basándose en las cuentas individuales de los bancos, y no en sus cuentas consolidadas. La baja en balance de los préstamos titulizados ocurre con mayor frecuencia en las primeras.

(8) Dado que la mayoría de los bancos originadores típicamente continúan brindando servicios de gestión en relación con los préstamos que ellos titulan, se espera que se obtendrá una muy buena cobertura de la información requerida.

(9) Incluso si el riesgo total permanece dentro del sector bancario, la titulación podría, en principio, permitir a los bancos mantener menos riesgo simplemente debido a la diversificación y el incremento del intercambio (DUFFIE, 2007).

(10) Las re-titulaciones están típicamente más expuestas a mayores pérdidas en la va-

loración a precios de mercado y a cambios de calificación crediticia más extremos en comparación con una titulización ordinaria respaldada por activos de igual calificación, principalmente debido a su mayor apalancamiento.

(11) La Norma Internacional de Contabilidad 39 (NIC 39) es un instrumento emitido por el Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad adoptado por la Unión Europea en 2004.

(12) Más allá de eso, los préstamos que han sido titulizados pero no son dados de baja del balance están sujetos a las mismas pruebas de deterioro en la cartera de créditos, y a la correspondiente dotación de provisiones previstas para los préstamos no titulizados.

## BIBLIOGRAFÍA

- ALTUNBAS, Y.; L. GAMBACORTA, y D. MARQUÉS-IBÁÑEZ (2009), «Securitisation and the bank lending channel», *European Economic Review*, de próxima aparición.
- ASHCRAFT, A., y T. SCHUERMANN (2008), «The seven deadly frictions of subprime mortgage credit securitization», *The Investment Professional*, otoño.
- BANCO CENTRAL EUROPEO —BCE (2008), «Reglamento CE 25/2009 de 19 de diciembre de 2008 Relativo al Balance del Sector de las Instituciones Financieras Monetarias» (Versión refundida) (BCE/2008/32).
- (2009), «Reglamento (CE) n.º 24/2009 de 19 de diciembre de 2008 Relativo a las Estadísticas sobre Activos y Pasivos de las Sociedades Instrumentales dedicadas a operaciones de titulización» (BCE/2008/30).
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2009), *Enhancements to the Basel II Framework*, julio.
- DELL'ARICCIA, G.; D. IGAN, y L. LAEVEN (2008), «Credit booms and lending standards: Evidence from the subprime mortgage market», *International Monetary Fund Working Paper*, n.º 08/106.
- DUFFIE, D. (2007), «Innovations in credit risk transfer: Implications for financial stability», *Stanford University Working Paper*.
- EUROPEAN CENTRAL BANK (2008), «Securitisation in the Euro Area», *Monthly Bulletin*, febrero.
- EUROPEAN COMMISSION (2008), «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards Banks Affiliated to Central Institutions, Certain Own Funds Items, Large Exposures, Supervisory Arrangements, and Crisis Management».
- (2009), «Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards capital requirements for the trading book and for re-securitisations, and the supervisory review of remuneration policies».
- EUROPEAN SECURITISATION FORUM (2009), *Data Report 2009:Q1*.
- (2008), «Ten Industry initiatives to increase transparency in the securitisation market», Press Release del 2 de Julio de 2008.
- FENDER, I., y J. MITCHELL (2009), «The future of securitization: How to align incentives?», Bank for International Settlements, *Quarterly Review*, septiembre.
- FINANCIAL STABILITY FORUM (2008), *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, marzo.
- International Accounting Standards Board (2009), «Exposure Draft ED/2009/3 on Derecognition (ED3)».
- INTERNATIONAL MONETARY FUND —IMF (2009), «Restarting securitization markets: Policy proposals and pitfalls», *Global Financial Stability Report*, octubre.
- JOINT FORUM, The (2008), «Credit risk transfer: Developments from 2005 to 2007», Consultative Document, abril.
- KEYS, B.; T. MUKHERJEE; A. SERU, y V. VIG (2008), «Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans 2001-2006», *European Financial Association 2008 Athens Meetings Paper*.
- LOUTSKINA, E., y P.E. STRAHAN (2006), «Securitization and the declining impact of bank finance on loan supply: Evidence from mortgage acceptance rates», *NBER Working Paper* n.º 11983.
- MARQUÉS-IBÁÑEZ, D., y M. SCHEICHER (2009), «Securitisation: Causes and Consequences», en BERGER, A., P. MOLYNEUX y J. WILSON (eds.), *Handbook of Banking*, Oxford University Press, de próxima aparición.
- MIAN, A., y A. SUFI (2008), «The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the 2007 mortgage default crisis», *NBER Working Paper* n.º 13936.
- VAN RIXTEL, A., y S. CRIADO (2008), «Structured finance and the financial turmoil», *Bank of Spain Occasional Paper 0808*.