



La titulización en Europa durante la crisis

María del Rosario Martín Martín

Documentos de Trabajo
Nº 49



La titulización en Europa durante la crisis

María del Rosario Martín Martín

María del Rosario Martín Martín, Research, Statistics and Publications Department.

The opinions in this Working Paper are the sole responsibility of the authors and they do not necessarily coincide with those of the CNMV.

The CNMV publishes this Working Paper Series to spread research in order to contribute to the best knowledge of the stock markets and their regulation.

The CNMV distributes its reports and publications via the Internet at www.cnmv.es

© CNMV. The contents of this publication may be reproduced, subject to attribution.

María del Rosario Martín Martín, Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV.

Las opiniones expresadas en este documento reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores, al publicar esta serie, pretende facilitar la difusión de estudios que contribuyan al mejor conocimiento de los mercados de valores y su regulación.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores difunde la mayoría de sus publicaciones a través de la red Internet en la dirección www.cnmv.es

© CNMV. Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se mencione su procedencia.

ISSN (edición impresa): 2172-6337

ISSN (edición electrónica): 2172-7147

Depósito Legal: BI-2910-2010

Maqueta e imprime: Composiciones Rali, S.A.

Resumen

Entre los años 2007 y 2010 la titulización ha seguido ocupando un lugar relevante en las agendas de la industria financiera, de los reguladores y de las autoridades relacionadas con la política económica. En este trabajo se recopilan las principales propuestas de la industria y de los reguladores tendentes a corregir los excesos y errores detectados en el ámbito de la titulización y establecer un marco legal más exigente para el desarrollo de esta actividad. También se recogen otras iniciativas de objetivo más general, enmarcadas en la hoja de ruta hacia la reforma financiera global impulsada por el G-20, que tendrán, muy probablemente, un impacto significativo sobre la actividad titulizadora, como el nuevo marco regulador bancario definido por Basilea III y los avances hacia una armonización internacional de las normas contables. En general, las medidas contempladas tienden a establecer condiciones más estrictas para la actividad titulizadora. Al mismo tiempo, desde el mercado y los organismos reguladores se debate sobre la necesidad de recuperar la titulización como vía de financiación estable con capacidad de contribuir a la reactivación del crédito.

Índice general

1	Introducción	11
2	El mercado de la titulización en Europa durante el periodo 2007- 2010	13
3	La titulización y la crisis financiera en la literatura académica	19
4	Problemas que afectan a la titulización y medidas correctoras	25
4.1	Conflictos de intereses entre originadores e inversores	25
4.2	Falta de transparencia	27
4.3	Complejidad de las estructuras de titulización	34
4.4	Deficiencias en la <i>due diligence</i> por parte de los inversores	38
4.5	El papel de las agencias de <i>rating</i> en la titulización	41
4.6	Iliquidez de los mercados secundarios	43
5	Otras iniciativas regulatorias que afectarán al mercado de la titulización	47
5.1	Reformas del marco prudencial de los sectores bancario y asegurador	47
5.2	Iniciativas en el ámbito contable	50
6	Conclusiones	53
7	Bibliografía	55

Índice de cuadros

CUADRO 1	Emisiones europeas de valores de titulización entre los años 2007 y 2010	13
CUADRO 2	Ayudas concedidas al sector financiero europeo: octubre de 2008-octubre de 2010	14
CUADRO 3	Adquisición de valores de titulización por inversores entre los años 2007 y 2010	17
CUADRO 4	Emisiones de valores de titulización por países	17
CUADRO 5	Medidas para solucionar la falta de transparencia en el momento de colocar los valores de titulización entre los inversores	28
CUADRO 6	Medidas para solucionar la falta de transparencia durante la vida de los valores de titulización	31
CUADRO 7	Medidas para desincentivar la construcción de estructuras excesivamente complejas	35
CUADRO 8	Medidas para mejorar la <i>due diligence</i> de los inversores	39

1 Introducción

En la última década, la titulización ha acaparado un elevado grado de atención por parte de los expertos, tanto en el mercado como en el mundo académico. En líneas generales, hasta 2007, se consideraba que esta actividad era esencialmente beneficiosa por su potencial para estimular la actividad crediticia y, con ella, la económica, y por sus efectos sobre la gestión del riesgo de crédito, al facilitar su distribución entre los inversores más preparados o dispuestos a asumirlo. De ahí que el rápido crecimiento de esta actividad no se viese, en general, como una amenaza para la estabilidad financiera.

Sin embargo, el estallido de la crisis puso al descubierto, en algunos casos, deficiencias importantes en la gestión del crédito por parte de las entidades, en las prácticas tituladoras, en los servicios de calificación del crédito, en el comportamiento de los inversores y, también, en la actuación de algunos supervisores. De hecho, en estos momentos, puede afirmarse que el punto de vista sobre la titulización, con carácter general, ya no es el mismo, y que esta actividad está cargando desde entonces con un cierto estigma que oscurece sus aspectos más positivos.

Tanto la industria financiera como los reguladores han puesto en marcha durante estos últimos tres años varias iniciativas que afectan a la titulización. Las medidas reguladoras van dirigidas a restablecer la confianza en estos productos y mercados y asegurar un marco estable que, en el futuro, evite los excesos y errores puestos de manifiesto durante la crisis y contribuya a la reactivación del crédito y al crecimiento de la economía. Originadores, gestores de fondos y otros agentes económicos han reclamado la reactivación de los mercados de titulización como una práctica financiera viable y con capacidad de generar sinergias positivas para la economía real. Por su parte, para los bancos, la titulización constituye una fuente de financiación alternativa que les permite expandir su actividad en los mercados de crédito para sectores como el de la vivienda, el de consumo o el empresarial, entre otros.

La actual debilidad de la actividad inversora y crediticia y la presencia del estigma que todavía recae en buena medida sobre la titulización, junto con la incertidumbre en torno al efecto de algunas de las medidas que han sido adoptadas recientemente o que están siendo debatidas en la actualidad, hacen que, en estos momentos, la industria prevea un aumento de los costes de las operaciones de titulización y, simultáneamente, la desaparición de una parte de la base de inversores.

En este contexto, este trabajo se centra en los mercados de titulización europeos en el periodo que va de 2007 a 2010 con el objetivo de recopilar las iniciativas que, en el marco de la reforma financiera en curso, afectan a la titulización, así como las propuestas desde la propia industria para reavivar la actividad. En particular, la mayoría de las iniciativas analizadas se presentan asociadas a la identificación de

algunos de los principales problemas en el funcionamiento de los mercados de titulización y el comportamiento de los agentes en estos mercados antes de la crisis. Para ayudar a identificar estos problemas, también se revisan las aportaciones de la literatura académica al respecto.

El documento se estructura de la siguiente manera. En la sección segunda se hace una descripción de la actividad del mercado europeo de la titulización desde 2007 hasta la actualidad. En la sección tercera se revisan algunos de los principales resultados recientes dentro de la literatura académica acerca del papel de la titulización en la crisis. La sección cuarta, por su parte, contiene un repaso a los principales problemas que aquejan a la titulización, así como a las iniciativas puestas en marcha para corregirlos. En la sección quinta se presentan otras medidas que afectan a la titulización, en concreto, los nuevos requisitos prudenciales que emanan de Basilea III y de la nueva normativa europea aplicable a las compañías de seguros, así como las iniciativas en el ámbito contable internacional. Para finalizar, se incluye una última sección de conclusiones.

2 El mercado de la titulización en Europa durante el periodo 2007 - 2010

La crisis financiera iniciada en 2007 supuso un drástico freno para el mercado de la titulización a nivel global, paralizándose prácticamente las colocaciones entre los inversores privados. Sin embargo, el impacto sobre la actividad emisora fue menor, debido a que los originadores, esencialmente, las entidades de crédito, pudieron utilizar las titulizaciones de sus propios activos como garantía para obtener liquidez por parte de los bancos centrales.

Emisiones europeas de valores de titulización entre los años 2007 y 2010 CUADRO 1

Importes en miles de millones de euros

	Primer trimestre	Segundo trimestre	Tercer trimestre	Cuarto trimestre	Total
2007	128,74	152,00	98,26	74,71	453,71
2008	40,00	169,60	134,07	367,61	711,28
2009	123,23	81,20	114,73	94,92	414,08
2010	75,50	32,2	111,5	160,6	379,9

Fuente: AFME, Securitisation Data Reports.

Como se aprecia en el cuadro 1, durante el primer semestre de 2007 las emisiones europeas todavía mantuvieron una línea de crecimiento notable, en consonancia con el comportamiento del mercado hasta ese momento. Sin embargo, la tendencia cambió cuando IKB Deutsche Industriebank anunció, en julio de ese año, que debía proporcionar liquidez a uno de sus vehículos y que había sufrido pérdidas, que era incapaz de cuantificar, en posiciones relacionadas con hipotecas *subprime*. Poco después, en agosto, BNP hizo pública la suspensión de tres fondos al no poder calcular su valor liquidativo debido a la imposibilidad de obtener un valor de mercado de los activos en los que había invertido. A partir de entonces y durante el resto del año el mercado de titulización experimentó una acusada disminución de la actividad, la cual se mantuvo también durante el primer trimestre de 2008.

Sin embargo, el año 2008 finalizó registrando el mayor volumen de emisiones de valores asociados a titulizaciones de toda la historia de este mercado, superando los importes de 2006, que había marcado el máximo histórico hasta entonces con 481 miles de millones de euros emitidos. A diferencia de años anteriores y de acuerdo con los informes periódicos publicados por la Association for Financial Markets in Europe, AFME¹, la práctica totalidad de estas emisiones fueron retenidas por los propios originadores.

1 Desde noviembre de 2009 el European Securitisation Forum (ESF) está integrado en la Association for Financial Markets in Europe (AFME).

La causa de este gran aumento de las emisiones, principalmente en el cuarto trimestre de 2008, fue la puesta en marcha de medidas económicas de urgencia por parte de los Gobiernos europeos con el objetivo, entre otros, de inyectar liquidez al sistema financiero para restaurar la confianza y evitar el estrangulamiento del crédito.

Las medidas de apoyo al sistema financiero comenzaron a articularse a partir de octubre de 2008. En Europa, aunque se decidió que la intervención pública se ejecutase a escala nacional, la Comisión Europea proporcionó unas líneas generales para el diseño y la implementación de las ayudas públicas a los bancos².

**Ayudas concedidas al sector financiero europeo:
octubre de 2008-octubre de 2010**

CUADRO 2

Importes en miles de millones de euros

	Importe autorizado por la Comisión Europea
Garantías de deudas bancarias	3.026,28
Medidas de recapitalización	348,64
Rescate de activos deteriorados	62,17
Programas de liquidez	41,87
Total	3.478,96
Intervenciones ad hoc a favor de entidades financieras individuales	1.109,94
TOTAL	4.588,90

Fuente: Documento de trabajo de la Comisión Europea "Facts and Figures on State aid in the EU Member States", publicado el 1 de diciembre de 2010.

La mayoría de los fondos se inyectaron en el sistema financiero entre finales de 2008 y mediados de 2009. En la actualidad algunos de los programas siguen todavía activos, aunque la Unión Europea recomienda una disminución gradual del apoyo de los Estados a medida que los mercados vuelvan a la normalidad.

En este contexto, cabe señalar que las operaciones de rescate y, en general, las ayudas al sistema financiero no incluían entre sus objetivos la recuperación del mercado de las titulizaciones. Sin embargo, el modo en el cual se diseñaron las ayudas convirtió a la titulización, en algunos casos y en algunos países, en un instrumento útil para acceder a las mismas. En particular, las titulizaciones cobraron en este entorno una especial importancia en la instrumentación de las medidas dirigidas a reducir el peso de los activos deteriorados en los balances bancarios y en los programas de inyección de liquidez.

Las ayudas relacionadas con los activos deteriorados se configuraron bajo dos esquemas: los programas de compra o garantía de activos deteriorados y las compras ad

2 Véanse las comunicaciones de la Comisión Europea *The application of State aid rules to measures taken in relation to financial institutions in the context of the current global financial crisis*, *The recapitalisation of financial institutions in the current financial crisis: limitation of aid to the minimum necessary and safeguards against undue distortions of competition* y *Communication from the Commission on the Treatment of Impaired assets in the Community Banking Sector*.

hoc de activos. Respecto a los primeros, dentro de la Unión Europea, únicamente Alemania incluyó a los valores de titulización como activos elegibles. En cuanto a las segundas, este tipo de intervenciones fueron realizadas por países como Holanda, Bélgica, Francia, Reino Unido, la misma Alemania y Austria, incluyéndose en las compras puntuales de activos deteriorados valores de titulización.

Respecto a los programas de inyección de liquidez, los activos de titulización desempeñaron un papel aún más destacado. Así, por ejemplo, en el Reino Unido, el Banco de Inglaterra puso en marcha en abril de 2008 el Special Liquidity Scheme, que permitía a las entidades financieras y a las sociedades constructoras intercambiar temporalmente con el Banco algunos de sus activos ilíquidos por bonos del tesoro, con los cuales podían financiarse en el mercado con mayor normalidad. Los activos elegibles debían ser valores respaldados por préstamos hipotecarios o deudas procedentes del uso de tarjetas de crédito, con la máxima calificación crediticia. Los beneficiarios de este programa tenían hasta finales de octubre de 2008 para realizar operaciones con el banco central, con la posibilidad de renovarlas por un plazo máximo de tres años. En agosto de ese mismo año, el Banco de Inglaterra amplió los activos elegibles, el importe asignado (de 50 a 200 miles de millones de libras) y el periodo de finalización del programa (de octubre de 2008 a enero de 2009). De acuerdo con los datos publicados por la institución, al cierre del plazo para acudir a estas ayudas, el Banco de Inglaterra había prestado bonos del tesoro por un valor nominal de 185 miles de millones de libras esterlinas. Sustituyendo a este programa, el Banco de Inglaterra habilitó a finales de 2008 otro similar denominado Discount Facility Window, que continúa vigente en la actualidad.

Por su parte, España constituyó en octubre de 2008 el Fondo de Adquisición de Activos Financieros, cuyo objetivo era apoyar la oferta de crédito destinado a la actividad productiva de las empresas y los particulares mediante la adquisición de activos financieros emitidos por entidades de crédito y fondos de titulización. El Fondo compró cédulas hipotecarias y bonos de titulización con la máxima calificación crediticia mediante un sistema de subastas que se llevaron a cabo a finales de 2008 y principios de 2009. Este fondo se dotó con 30 mil millones de euros, ampliables a 50 mil millones y, finalmente, realizó compras de valores por un importe de 19.341 millones de euros.

Aunque su actuación no puede enmarcarse estrictamente dentro de ningún plan de rescate, lo cierto es que el Eurosistema ha venido desarrollando también durante estos tres últimos años un papel importante en la provisión de liquidez al sistema financiero europeo. En este contexto, cabe destacar las adquisiciones temporales de activos de entidades privadas y las operaciones de crédito con garantía de activos, con plazos de vencimiento de una semana o tres meses.

El Banco Central Europeo (BCE) publica y actualiza los activos individualizados que pueden ser utilizados en sus operaciones de provisión de liquidez y los valores procedentes de titulizaciones que pueden ser aceptados por el Banco Central Europeo siempre y cuando reúnan una serie de condiciones, entre las cuales cabe mencionar las siguientes:

- Los activos que respaldan los valores de titulización deben haber sido objeto de una venta cierta al emisor de los valores.

- Los valores emitidos en operaciones de titulización sintéticas y en re-titulizaciones están expresamente prohibidos.
- Los valores deben haber tenido la máxima calificación en el momento de la emisión y haber mantenido al menos la calificación A a lo largo de su vida.
- Los valores deben haber sido emitidos, depositados o registrados en uno de los países miembros del Área Económica Europea, en su caso, en uno de los bancos centrales o en un depositario que cumpla con los estándares establecidos por el Banco Central Europeo.
- Los valores deben ser libremente transmisibles y estar admitidos a negociación en un mercado regulado o en uno de los mercados no regulados reconocidos por el Banco Central Europeo

El importe medio de los valores de titulización depositados en garantía en el Banco Central Europeo ascendía a finales de 2008 a 1,1 billones de euros, lo que suponía el 9% del total de sus operaciones durante dicho ejercicio. En 2009, el importe se incrementó hasta los 1,3 billones de euros, el 10% del total. En 2010, volvieron a depositarse en garantía valores de titulización por importe de 1,3 billones de euros, que ese año supusieron un 9% del total.

Así, las iniciativas gubernamentales relacionadas con la provisión de liquidez al sistema financiero y la actividad del BCE han tenido un impacto notable sobre la actividad titulizadora durante el periodo de crisis, especialmente a partir de 2008. De hecho, durante este periodo las emisiones de valores de titulización han sido diseñadas, en su mayor parte, para que los originadores pudieran beneficiarse de alguna de estas facilidades. Cabe esperar, por tanto, que la progresiva retirada de las ayudas, que ya se ha iniciado, pueda tener un efecto negativo sobre las emisiones a corto plazo, de manera semejante a lo sucedido, a mediados de 2010, en Estados Unidos al finalizar el programa de apoyo a la titulización, el Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)³.

En contraste con el dinamismo de la actividad emisora, sin tener en cuenta las retenciones practicadas por los propios originadores, las adquisiciones de otros inversores en el mercado primario supusieron un porcentaje reducido del total. No obstante, como se aprecia en el cuadro 3, en el último año se ha podido advertir un cierto aumento de dicho porcentaje. En general, los inversores han centrado su interés en titulizaciones de activos con bajos niveles de riesgo asociado, como el mercado hipotecario holandés o el de automóviles en Alemania. Así, la mayor parte de las titulizaciones colocadas en el mercado se originaron en el Reino Unido, con el 50,7%, seguido por Holanda con el 27% y Alemania con el 11,3%

3 El 30 de junio de 2010 finalizó este programa especial. Las emisiones de titulizaciones de préstamos al consumo (tarjetas de crédito, compra de vehículos y préstamos a estudiantes) se vieron especialmente afectadas por la retirada de este programa y experimentaron un descenso del 39% durante el segundo semestre del año.

Adquisición de valores de titulización por inversores entre los años 2007 y 2010

CUADRO 3

Cifras en porcentaje

2007	71
2008	7
2009	5
2010	33

Fuente: Dealogic.

En cuanto a su tipología, las titulaciones europeas aún siguen firmemente vinculadas al mercado de la vivienda. En 2007, las emisiones respaldadas por créditos hipotecarios para la adquisición de vivienda (RMBS⁴) supusieron el 57% del total, porcentaje que se incrementó hasta el 82% en 2008. En 2009 y 2010 dicho porcentaje se situó en el 58% y en el 71%, respectivamente.

Por otro lado, se mantiene también sin variación la lista de los países más activos en este mercado: Reino Unido, España, Holanda, Italia y Alemania han seguido acaparando más del 70% de las emisiones de bonos de titulización (véase cuadro 4).

Emisiones de valores de titulización por países

CUADRO 4

Importes en miles de millones de euros

	2007	2008	2009	2010
Reino Unido	172,6	271,9	88,4	102,6
España	61,1	80,7	62,4	54,4
Holanda	40,8	72,6	43,8	138,5
Italia	26,4	82,2	67,9	16
Alemania	18,5	50,1	26,5	13,4
Irlanda	10,4	40,7	13,9	6,6
Portugal	10,8	14,8	12,9	14,9
Grecia	5,3	12,7	22,5	1
Resto *	107,6	85,5	75,9	26,7
Total	453,7	711,2	414,1	374,1

Fuente: AFME, Securitisation Data Reports.

* Incluye emisiones en el resto de los países europeos y con activos subyacentes localizados en varias jurisdicciones.

4 Residential mortgage-backed securities.

3 La titulización y la crisis financiera en la literatura académica

En apenas unos pocos años la titulización ha pasado de considerarse una de las más exitosas innovaciones financieras a ser calificada como una de las principales causas de la peor crisis financiera desde los tiempos de la Gran Depresión.

Antes de 2007, fueron muchos los estudios académicos sobre la titulización que intentaron profundizar en las razones de su crecimiento exponencial en un espacio de tiempo relativamente corto, analizando el incentivo de los distintos operadores del mercado y tratando de cuantificar los beneficios que reportaba a la actividad económica. Tras el estallido de la crisis financiera, la literatura académica ha dedicado un considerable esfuerzo a identificar las debilidades asociadas al desarrollo de esta actividad que han podido contribuir en mayor medida a desestabilizar el sistema financiero.

Una de las primeras síntesis sobre las causas de la denominada «crisis de las hipotecas *subprime*» fue la realizada por el gobernador de la Reserva Federal norteamericana en mayo de 2007: «La intensa competencia por el negocio de las hipotecas *subprime* –en parte como resultado del exceso de la capacidad de la industria del préstamo provocado por el *boom* de la refinanciación que tuvo lugar a principios de esta década– ha llevado también a disminuir los estándares de calidad. En resumen, algunos incentivos mal asignados junto con una alta competitividad en el mercado del préstamo y, quizás, el hecho de que la experiencia del sector con hipotecas *subprime* es bastante escaso, probablemente comprometió la calidad del acreedor»⁵.

Esta declaración sugería un punto sobre el que estudiosos y reguladores han mostrado especial preocupación: la posible contribución de la titulización a la disminución de la calidad de los activos subyacentes que se titularon en los años previos a la crisis. Una parte importante de la investigación académica gira en torno a este problema, pero el interés de los investigadores se ha extendido también, por lo menos, a otros dos: el de la asimetría informativa entre inversores, por una parte, y originadores y promotores, por otra, y el del papel de las agencias de calificación.

Una de las características de la titulización, en comparación con otras formas de financiación estructurada, es la participación de un número relativamente grande de actores que asumen diferentes roles a lo largo de la cadena de titulización. En el primer eslabón de la cadena estarían los originadores especializados en la producción de préstamos que posteriormente pueden, o bien traspasarlos a otros inverso-

5 Discurso de Ben S. Bernanke ante la Reserva Federal de Chicago en la 43 Conferencia anual sobre Estructura Bancaria y Competencia, 17 de mayo de 2007.

res sin mantener ninguna exposición a los mismos (modelo «originar para distribuir»), o bien retener una parte y colocar el resto en el mercado (modelo «originar y distribuir»). La asimilación generalizada del modelo originar para distribuir, podría haber llevado a los originadores a disminuir el nivel de exigencia en los procedimientos de aprobación y supervisión de estos riesgos, en tanto en cuanto se trata de actividades que suponen un alto coste y de las cuales no van a obtener ningún beneficio futuro, ya que estos activos serán vendidos vía titulización.

Aunque la mayoría de los estudios evidencian una menor calidad de los activos titulizados durante los años de expansión de este mercado, no hay unanimidad al respecto.

Demyanyk y Van Hemert (2008) analizaron los préstamos hipotecarios *subprime* americanos entre los años 2001 y 2007 y encontraron evidencia de una disminución de la calidad de los préstamos y de los estándares de las políticas de concesión.

Krainer y Laderman (2009) recopilaron datos de los préstamos hipotecarios concedidos en el Estado de California entre los años 2000 y 2007. La evolución del crédito hipotecario en California a finales de la década de 2000 fue una de las peores del mercado americano y los autores se plantearon la pregunta de si la titulización privada⁶ habría comprometido los estándares de calidad de los procedimientos de concesión de crédito de las entidades prestamistas. El estudio muestra que, al aumentar la proporción de préstamos titulizados a través de vehículos privados del 26% en el año 2000 al 40% en el 2006, se observaba una disminución de la calidad de los procedimientos, un aumento de las hipotecas que podían ser calificadas como *subprime* (del 1% del total ascendieron al 10% en el año 2006) y un incremento de las incidencias por documentación incompleta tanto del deudor como de los activos dados en garantía.

Por su parte, Purnanandam (2010) sostiene que los bancos más agresivos en la utilización del modelo originar para distribuir no llevaron a cabo evaluaciones rigurosas sobre la capacidad crediticia de los deudores, al tener disponible un mercado al que traspasar esos préstamos. Su trabajo se basa en la información de los préstamos hipotecarios originados por bancos en Estados Unidos y posteriormente revendidos, entre el tercer trimestre del 2006 y el primer trimestre de 2008. El autor pone de manifiesto que a partir del primer trimestre de 2007, momento en el cual desaparece el mercado de compra de estos activos, los préstamos deben permanecer en las carteras de los bancos y es cuando éstos comienzan a experimentar un creciente aumento de sus niveles de impagos.

Los trabajos de Keys, Mukherjee, Seru y Vig (2008 y 2010) también apoyan la idea de que los procesos de titulización han disminuido los incentivos de los agentes financieros a realizar estudios profundos sobre los deudores. Sus estudios están centrados en el mercado de las hipotecas *subprime* americanas y los autores encuentran que las carteras con mayor probabilidad inicial de ser titulizadas sufrieron, poste-

6 Una gran parte de la titulización estadounidense fue llevada a cabo por dos agencias gubernamentales: la Federal Home Loan Mortgage Corporation, conocida como Freddie Mac, y la Federal National Mortgage Association, conocida como Fannie Mae. Se consideran titulizaciones privadas todas aquéllas no realizadas por una de esas agencias gubernamentales.

riormente, unos índices de impago entre un 10 y un 25% mayores que otras carteras con perfiles de riesgo similares pero con menor probabilidad de ser titulizadas.

La investigación realizada por Carbó-Valverde, Marqués-Ibáñez y Rodríguez Fernández (2011) tiene al mercado español como ámbito de estudio. Los autores encuentran que el crecimiento crediticio, impulsado, entre otras circunstancias, por el auge de la titulización, comprometió la calidad de los préstamos y en consecuencia a las carteras titulizadas, lo cual puede comprobarse a través de la evolución de los *ratings* de valores procedentes de titulaciones. Para ello recopilan datos de 985 bonos de titulización entre el primer trimestre del 2001 y el primer trimestre de 2010.

Ya en el entorno del sistema financiero europeo, Kara, Marqués-Ibáñez y Ongena (2010) analizan datos de préstamos sindicados otorgados por la banca entre los años 1997 y 2008. Los investigadores concluyen que durante los periodos de crecimiento económico, los bancos más involucrados con la titulización tendieron a disminuir el precio del riesgo en la concesión de préstamos, con la perspectiva de obtener ganancias adicionales a través de la titulización de los mismos. Sin embargo, a partir de que la titulización dejó de ser interesante como herramienta financiera, los bancos aplicaron controles más estrictos en sus políticas de concesión de préstamos.

En contraste con los trabajos anteriormente citados, Bubb y Kaufman (2009) sugieren que los prestamistas están incentivados a supervisar los préstamos con mayores perfiles de riesgo independientemente de si van a ser titulizados o no, ya que los compradores de esos préstamos, ya se trate de vehículos privados o agencias gubernamentales, tienen mecanismos de presión sobre los originadores para asegurarse de que éstos siguen estando motivados para mantener unos estándares de calidad apropiados en la creación de los riesgos.

Por su parte, Bhardwaj y Sengupta (2009) señalan que si bien es cierto que algunos de los parámetros de estudio para la concesión de préstamos *subprime* pudieron relajarse, sin embargo, otros se reforzaron y que, por lo tanto, no se puede hablar de una disminución de la rigurosidad de los procedimientos en su conjunto. Los autores encuentran la base de estas afirmaciones en el análisis de las carteras de préstamos *subprime* originadas entre los años 1998 y 2007 e incorporadas a operaciones de titulización.

Los problemas de información asimétrica también afectan a la cadena de agentes participantes en una titulización. Los originadores de la cadena, es decir, los creadores de los derechos de crédito, tienen mejor información que el resto sobre la calidad del riesgo que van a vender. La duda que se plantea es si aprovecharon su posición ventajosa para vender aquellos activos con mayor riesgo inherente, reteniendo los de mejor calidad en sus libros, o si por el contrario habrían hecho una selección aleatoria de las carteras de préstamos titulizadas de manera que los perfiles de riesgo trasladados serían similares a los retenidos por los originadores.

El trabajo de Elul (2009) defiende la idea de que los préstamos titulizados han tenido un comportamiento peor que aquéllos retenidos por los originadores. Sobre una muestra de préstamos calificados como *prime* originados entre los años 2003 y 2007 encuentra que el índice de impago de los préstamos titulizados es de media un 25% superior al de los no titulizados. El autor no detecta un comportamiento de los prés-

tamos *subprime* titulizados significativamente peor que el de los *prime*. Esta divergencia de comportamiento entre préstamos titulizados y no titulizados se agrava a lo largo de los años llegando a su punto culminante en el año 2006. La conclusión del investigador es que en algún momento de este periodo los originadores estimaron que el beneficio obtenido por las comisiones cobradas en la masiva originación de crédito superaba al perjuicio de un posible riesgo reputacional en el caso de deterioro de esos préstamos.

Berndt y Gupta (2010) también apoyan con su trabajo la idea de que, o bien los originadores estarían vendiendo los préstamos sobre los cuales tienen información que les hace creer que tendrán un peor comportamiento en el futuro, o bien los niveles de calidad en la originación han disminuido por la presencia del modelo originar para distribuir. El origen de estas afirmaciones procede de la constatación de que los deudores para los que había un mercado secundario activo se comportaron peor que otros deudores bancarios.

Benmelech, Dlugosz e Ivashina (2010) apuntan hacia una cierta excepción en el segmento de los CLO⁷, donde las operaciones no estarían tan afectadas por la selección adversa. Gran parte de los CLO están respaldados por préstamos sindicados, de los cuales sólo una parte es vendida vía titulización, mientras el resto permanece en manos del originador, los bancos y otros inversores institucionales. Según este estudio, el proceso de generación de estos préstamos involucra a un gran número de agentes que supervisan la operación y cuya reputación se estaría poniendo en juego en el caso de que por cualquier causa se malograra la transacción, aparte de que estos préstamos suelen estar calificados por una agencia de *rating*. Por todo ello, y sobre la base del comportamiento de operaciones con CLO entre julio de 2008 y enero de 2010 respaldadas por préstamos originados entre 1997 y 2007, los investigadores concluyeron que los préstamos titulizados no se comportaron peor que los préstamos en poder de otros inversores institucionales, e incluso encontraron evidencia de que se comportaron mejor.

Albertazzi, Eramo, Gambacorta y Salleo (2011) también rebaten la idea de la selección adversa en un estudio realizado sobre el mercado de la titulización italiano. Para ello recabaron datos de más de un millón de préstamos hipotecarios para la adquisición de vivienda concedidos por 50 bancos italianos. Los autores de este trabajo concluyen que los préstamos titulizados tendrían menos probabilidades de impago, ya que las entidades financieras italianas habrían evitado aprovecharse de la existencia de información asimétrica dado que encontraron que la titulización podría suponer una fuente de financiación interesante en el futuro e intentaron asegurarse de que el acceso a la misma se mantuviese abierto.

Agarwal, Chang y Yavas (2010) dan un nuevo enfoque al estudio del problema de la titulización y la selección adversa. Estos investigadores llevaron a cabo un estudio sobre préstamos calificados mayoritariamente como *prime*, con primeras hipotecas para la compra de vivienda originados en Estados Unidos entre los años 2004 y 2008 de los cuales un 78,3% fueron vendidos a alguna de las agencias gubernamentales,

7 *Collateralized loan obligations*. Estos valores proceden de operaciones de titulización de préstamos de tamaño grande y mediano otorgados a empresas.

el 14,3% fueron transferidos vía titulización privada y el 7,4% retenidos en libros. El estudio empírico concluye que los originadores habrían mantenido en sus balances los préstamos con mayor riesgo de impago pero con menor probabilidad de incurrir en cancelaciones anticipadas, vendiendo a las agencias gubernamentales y los vehículos privados préstamos con menor riesgo de impago pero con más riesgo de ser cancelados anticipadamente. Los autores observaron que a lo largo del periodo 2004-2008 las preferencias de los originadores fueron cambiando a medida que aumentaban las ratios de morosidad e impago en sus carteras, sustituyendo el parámetro alto riesgo de prepago por el de alto riesgo de impago en sus decisiones de venta de los préstamos. También comprobaron que este comportamiento fue mucho más acusado en pequeños prestamistas que en grandes instituciones financieras.

Ashcraft y Schuermann (2008) profundizaron en las características del proceso de titulización de los préstamos *subprime* e identificaron numerosos puntos de fricción entre los diferentes agentes involucrados en estas transacciones. De acuerdo con estos autores, el problema de la selección adversa estaría estrechamente relacionado con la existencia de información asimétrica a lo largo de la cadena de la titulización. Se supone que los inversores deben ejercer disciplina sobre las otras partes de la cadena a través de los mecanismos de fijación de los precios de la operación. Sin embargo, el grado de disciplina depende de la disponibilidad y la calidad de la información recibida de otras partes de la cadena, tales como originadores y promotores, los cuales no siempre la comparten de una manera eficiente.

El ajuste vía precios debido a la presencia de información asimétrica en la titulización también ha sido estudiado por An, Deng y Gabriel (2010). A partir de un análisis empírico realizado sobre operaciones de CMBS⁸ entre 1994 y 2000, los autores encontraron que los CMBS respaldados por activos originados por instituciones financieras incluían un mayor descuento que los respaldados por activos creados por vehículos especializados en originar préstamos para venderlos en el mercado secundario. Según este trabajo, los activos transmitidos por bancos estaban más penalizados en el precio que los originados por meros intermediarios, ya que los inversores descontaban que los bancos utilizaban su información privada y liquidaban las posiciones de peor calidad crediticia mientras que los vehículos transmitían toda la información que obraba en su poder sobre los activos, a pesar de que éstos podrían haber sido creados bajo peores estándares de calidad.

Las dificultades de los inversores para acceder a la información en poder de otras partes de la cadena de agentes participantes en las titulizaciones, como los originadores o los promotores, confirió un papel crucial a las agencias de *rating* como proveedoras de información y análisis. Sin embargo, el sistema se sustentaba en un conflicto de intereses de difícil resolución, al ser el propio emisor de los valores el encargado de contratar, y por ende retribuir, a la agencia de *rating*. La fuerte demanda de activos de alta calidad crediticia por parte de los inversores, unida al limitado número de empresas dedicadas a la actividad de la calificación crediticia, podría haber llevado a las agencias a relajar su nivel de exigencia para aumentar el volumen de ingresos y no perder cuota de mercado. Además, la existencia de un cierto merca-

8 *Commercial mortgage-backed securities*, valores emitidos en titulizaciones respaldadas por préstamos hipotecarios para inmuebles comerciales.

do cautivo vinculado al cumplimiento de requisitos de *rating* exigidos por la regulación podría haber favorecido un relajamiento de los criterios de calificación. Por su parte, las agencias de calificación niegan haber disminuido sus estándares de calidad, argumentando que el riesgo reputacional habría sido muy grande y hubiera puesto en peligro su supervivencia.

Los problemas relacionados con el papel de las agencias de *rating* han merecido una notable atención en el ámbito académico. Así, por ejemplo, Ashcraft, Goldsmith-Pinkham y Vickery (2010) estudiaron la consistencia de los *ratings* otorgados por las agencias a lo largo del tiempo y en función del año de generación de los activos subyacentes. Sobre una amplia muestra de calificaciones otorgadas a operaciones de titulización hipotecaria de préstamos *subprime* durante el periodo 2001-2007, encontraron una progresiva disminución de los estándares de calidad de los procedimientos de las agencias de *rating* durante los años de máximo crecimiento de la titulización, entre el 2005 y el 2007. No obstante, también señalan una cierta robustez de los *ratings* durante el periodo estudiado, en el sentido de que los tramos con peor calificación fueron los que efectivamente se comportaron peor.

Mathis, McAndrews y Rochet (2009) se plantearon si el riesgo reputacional era suficiente para ejercer disciplina sobre las agencias de *rating*. La conclusión fue que este mecanismo sólo era eficaz si los ingresos procedentes de la calificación de productos complejos tenían poco peso en los ingresos totales de las agencias. En cambio, cuando las agencias eran muy dependientes de este tipo de ingresos, existía una mayor probabilidad de que inflasen las calificaciones.

En la misma línea se pronuncian Bar-Isaac y Shapiro (2010), que desarrollan un modelo empírico para demostrar que la calidad de los *ratings* tiene un comportamiento contracíclico. Según este estudio, las agencias exprimirían los beneficios asociados a su reputación durante los años de crecimiento económico y volverían a reconstruir su reputación con actuaciones rigurosas durante los periodos de crisis.

Otra cuestión muy debatida ha sido la práctica del denominado *rating shopping* entre los emisores de valores de titulización. Benmelech y Dlugosz (2010) encontraron que en torno al 88% de las series de bonos procedentes de operaciones de titulización calificadas entre el 2004 y el 2007, mayoritariamente respaldadas por hipotecas, estaban calificadas por al menos dos agencias de *rating*, lo cual mitigaba la afirmación de que se había practicado *rating shopping*. También percibieron el hecho de que los tramos calificados únicamente por Standard & Poors entre los años 2005 y 2007 habían sido los que más rebajas habían sufrido en sus calificaciones, lo cual hacía pensar que había existido una cierta tendencia a inflar los *ratings* y podría avalar la existencia de un cierto arbitraje.

Sería muy difícil recoger todas las opiniones y hallazgos empíricos gestados desde el mundo académico sobre el papel de la titulización en la crisis actual. En todo caso los principales asuntos objeto de interés en el ámbito académico coinciden esencialmente, como veremos en el siguiente capítulo, con los problemas identificados por la industria y los organismos reguladores: la calidad de las carteras titulizadas, la falta de canales apropiados para la circulación de la información a lo largo de la cadena de titulización o la actuación de las agencias de *rating* en el periodo de crecimiento.

4 Problemas que afectan a la titulización y medidas correctoras

Las primeras iniciativas para reconducir los mercados de titulización partieron del seno de la propia industria. Así, en julio de 2008 nueve asociaciones del sector financiero presentaron diez medidas para aumentar la transparencia en el ámbito de la titulización⁹. En general, las primeras propuestas del sector privado consistieron en recomendaciones dirigidas a los diferentes agentes participantes en las operaciones de titulización: originadores, inversores, agencias de *rating*, proveedores de servicios financieros, etc. No obstante, la persistencia de la crisis financiera y la consiguiente paralización de los mercados propiciaron una intervención cada vez más decidida de los organismos reguladores.

A lo largo de esta sección se exponen los detalles de las principales medidas que se están planteando o, en algunos casos, llevando a la práctica para hacer frente a los problemas detectados. Éstos, básicamente, son los siguientes: (1) conflictos de intereses entre originadores e inversores; (2) falta de transparencia; (3) complejidad de las estructuras de titulización; (4) deficiencias en la *due diligence* por parte de los inversores; (5) papel de las agencias de *rating* y (6) iliquidez en el mercado secundario de los valores creados en la titulización.

4.1 Conflictos de intereses entre originadores e inversores

Tal y como se mencionaba anteriormente, la titulización de carteras de préstamos *subprime* originados en Estados Unidos fue uno de los detonantes de la actual crisis financiera. En un contexto caracterizado por la bonanza económica, con tipos de interés bajos y precios al alza de la vivienda, la práctica de «originar para distribuir» se utilizó para potenciar el crecimiento del negocio financiero gracias a la facilidad para transferir el riesgo de crédito y pudo haber incentivado políticas de concesión de préstamos poco rigurosas en las entidades originadoras, que sobrevaloraron la capacidad de endeudamiento de los prestatarios.

Incentivar la formación de carteras de préstamos de calidad se presenta como uno de los requisitos previos no sólo para el relanzamiento de la titulización, sino para el buen funcionamiento del sistema financiero en su conjunto. Los inversores en ti-

9 *Ten Industry Initiatives to increase Transparency in the Securitisation Market*, elaboradas por la Commercial Mortgage Securities Association (CMSA Europe), la European Association of Co-operative Banks, EAPB, la European Banking Federation (EBF), el ESBG, el European Securitisation Forum, la International Capital Market Association (ICMA), la London Investment Banking Association (LIBA) y la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

tulizaciones, normalmente, no disponen del mismo grado de información sobre los activos cedidos que las entidades originadoras.

Una posible solución para hacer frente a este problema, que ha recibido un elevado grado de atención a raíz de la crisis, consiste en involucrar de manera más directa a los originadores en sus propias operaciones de titulización, obligándoles a retener una parte del riesgo de estas operaciones. En síntesis, se propone que los bancos no puedan invertir en titulizaciones a menos que los originadores de las mismas retengan, como mínimo, el 5% del riesgo. Con esta medida se pretende que los originadores de préstamos que participen habitualmente en el mercado de la titulización mejoren sus procedimientos de evaluación en la concesión de créditos, obligándoles a compartir con los inversores el riesgo que ellos mismos han contribuido a crear.

Los reguladores europeos han considerado que el desarrollo de legislación prudencial puede ser la herramienta óptima para alinear los intereses de originadores e inversores en titulizaciones, contribuyendo, simultáneamente, a mejorar los niveles de calidad de las carteras titulizadas. La modificación de la Directiva de Adecuación de Capital, conocida como CRD II, en su artículo 122(a) (1)¹⁰ recoge estas nuevas obligaciones para los originadores de titulizaciones que sean entidades de crédito. Resulta de aplicación para las nuevas titulizaciones generadas a partir del 1 de enero de 2011 y para titulizaciones ya existentes que realicen sustitución o incorporación de activos, a partir del 31 de diciembre de 2014.

El originador podrá justificar el cumplimiento de este requisito con cualquiera de las siguientes actuaciones:

- Retención vertical: si retiene, al menos, el 5% del valor nominal de cada uno de los tramos vendidos o transferidos entre inversores.
- En el caso de titulización de exposiciones renovables, retención de no menos del 5% del valor nominal de las exposiciones titulizadas.
- Retención de exposiciones elegidas aleatoriamente: retención de no menos del 5% del valor nominal de las exposiciones titulizadas, de modo que dichas exposiciones hubieran sido incluidas en la titulización, de no haber sido retenidas, y siempre que el número de exposiciones potencialmente titulizables no sea inferior a cien en el momento de originación de la titulización.
- Retención del primer tramo de pérdidas u otros tramos con el mismo perfil de riesgo que el que tengan los tramos transferidos o vendidos entre inversores y que no tengan plazos de vencimiento inferiores a aquéllos que hayan sido transferidos o vendidos a los inversores, de manera que la retención en conjunto no sea inferior al 5% del valor nominal de las exposiciones titulizadas.

Debe señalarse que esta obligación no afecta únicamente a los bancos como inversores de bonos de titulización, sino también en los casos en que éstos asuman exposiciones procedentes de titulizaciones en cumplimiento de sus obligaciones como

10 Directiva (CE) nº 111/2009, de 16 de septiembre de 2009

proveedores de líneas de liquidez, préstamos subordinados o contrapartidas de operaciones de permuta. Por su parte, los originadores deberán mantener en sus libros la retención mencionada anteriormente, en cualquiera de sus formas, sin posibilidad de venderla o de reducir el riesgo asumido mediante coberturas. El no cumplimiento de la retención del 5% supondrá una penalización en la ponderación del riesgo de las posiciones de titulización que mantenga la entidad en cuestión y por tanto de los requisitos de capital que deberá registrar en su balance.

Con el objetivo de armonizar la interpretación por parte de las autoridades competentes de lo dispuesto en la nueva normativa, el Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS, por su siglas en inglés)¹¹ publicó en diciembre de 2010 una serie de guías para la aplicación práctica del artículo 122 (a) de la Directiva de Adecuación del Capital, CRD¹².

A la norma general de retención del 5% se le han incorporado una serie de excepciones como son las titulaciones que cuenten con el aval del Estado, de los bancos centrales, los gobiernos regionales, las autoridades locales, las entidades públicas de los Estados Miembros o los bancos multilaterales de desarrollo. Asimismo se otorga a las autoridades competentes de cada Estado Miembro la potestad de exonerar temporalmente de estos requisitos a las entidades de crédito durante periodos en los que los mercados se vean afectados por tensiones de liquidez.

Medidas similares a las recogidas en el artículo 122 (a) de la Directiva de Adecuación del Capital para entidades de crédito se han incluido en otros desarrollos normativos como la Directiva (CE) nº 138/2009 sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio (Solvencia II) y la Directiva para gestores de inversión alternativos¹³. De esta manera se pretende crear un marco regulatorio homogéneo para todo el abanico de inversores potenciales en este tipo de productos y evitar la posibilidad de arbitraje regulatorio.

4.2 Falta de transparencia

A En el momento de colocar los valores de titulaciones entre inversores

Las necesidades específicas de los distintos participantes de la industria de la titulización en relación a la información sobre estos productos varían según el tipo de activo considerado. En efecto, en una encuesta llevada a cabo por varias asociaciones de miembros de la industria financiera a finales de 2008¹⁴, los inversores mostraron mayoritariamente su conformidad con la información disponible en el caso de préstamos

11 Desde enero de 2011, el CEBS ha sido sustituido por la nueva Autoridad Bancaria Europea (EBA por sus siglas en inglés).

12 Véase el documento *Guidelines to Article 122a of the Capital Requirements Directive*.

13 La Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a los gestores de fondos de inversión alternativos, por la que se modifica la Directiva (CE) nº 39/2004, fue aprobada por el Parlamento Europeo el 11 de noviembre de 2010.

14 Incluida dentro del informe *Restoring Confidence in Securitization Markets* elaborado por el American Securitization Forum, la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), el Australian Securitisation Forum y el European Securitisation Forum, publicado el 3 de diciembre de 2008.

al consumo o de CMBS. Sin embargo, consideraban necesario mejorar la información que los originadores normalmente proporcionaban acerca de los RMBS. En el caso de las titulaciones respaldadas por valores de renta fija emitidos por empresas (CDO¹⁵), se apuntaba a la insuficiencia de la información disponible y a la dificultad para comprenderla, lo que impedía su utilización práctica. Así, la conjunción de un elevado grado de complejidad en muchos de estos productos junto con la escasa información aprovechable acerca de los mismos motivó que los inversores recurriesen sistemáticamente a los análisis efectuados por las agencias de *rating*.

Con el objetivo de solucionar la falta de información sobre las carteras que se van a titular y mejorar la comprensión del funcionamiento de las nuevas estructuras de titulación se han puesto en marcha iniciativas promovidas desde distintos ámbitos: el de la industria financiera, el de la supervisión de mercados y el de la regulación bancaria, como se aprecia en el cuadro 5.

Medidas para solucionar la falta de transparencia en el momento de colocar los valores de titulaciones entre los inversores

CUADRO 5

Medida propuesta	Institución que propone la medida	Naturaleza de la medida
Aumentar, mejorar y estandarizar la información sobre las carteras que se van a titular.	American Securitization Forum, Securities Industry and Financial markets Association (SIFMA), Australian Securitisation Forum y European Securitisation Forum. Documento: <i>Restoring Confidence in Securitization Markets</i> , diciembre de 2008.	Recomendación
	European Securitisation Forum. Documento: <i>RMBS Issuer Principles for Transparency and Disclosure</i> , diciembre de 2008.	Recomendación
Revisión de los estándares de la información ofrecida a los inversores en cumplimiento de requerimientos legales.	International Organization of Securities Commissions, IOSCO. Documento: <i>Disclosure Principles for Public Offerings and Lifting of Asset-Backed Securities</i> , abril de 2010.	Recomendación
Requisitos de disponibilidad de información de las carteras que se van a titular para originadores o patrocinadores de titulaciones que sean bancos.	Directiva de Adecuación del Capital, modificación CRD II. Entró en vigor el 1 de enero de 2011.	Legislativa

Fuente: Elaboración propia

4.2.1 Recomendaciones de la industria

La primera iniciativa dentro de este ámbito partió de la propia industria a través de sus principales asociaciones: el American Securitization Forum, la Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), el Australian Securitisation

15 *Collateralized debt obligation*.

Forum y el European Securitisation Forum. En diciembre de 2008, estas entidades elaboraron un informe, “Restoring Confidence in Securitization Markets”, que recogía ocho recomendaciones para hacer frente al desplome del mercado de la titulación. La primera de ellas hacía hincapié tanto en la importancia de mejorar y aumentar la cantidad de información publicada, como en la necesidad de una estandarización de la misma que permitiera la comparabilidad entre diferentes carteras.

Todas las asociaciones coincidían en la necesidad de comenzar a implementar las medidas sin esperar a que se produjese un desarrollo legislativo, para lo cual se elaboró un plan de actuación con el objetivo de llevar a la práctica las recomendaciones que se habían acordado. A nivel europeo, el European Securitisation Forum publicó, también en diciembre de 2008, el documento *European Securitisation Forum. RMBS Issuer Principles for Transparency and Disclosure*, en el que se fijaban, entre otras cosas, un conjunto de directrices sobre la información que habría que poner a disposición de los inversores y otros partícipes del mercado con carácter previo a la realización de una oferta de RMBS.

En concreto, se establecía la necesidad de publicar un folleto informativo que debía cumplir con los requisitos mínimos de información contenidos en la Directiva de Folletos¹⁶. De este modo se pretendía homogeneizar la información ofrecida en operaciones con RMBS, tanto para aquéllas incluidas en el ámbito de aplicación de la Directiva de Folletos como para todas las demás. Estos folletos debían ofrecerse en formato digital y ser fácilmente accesibles, proponiéndose como posibles portales de acceso a la información las webs del patrocinador, de empresas proveedoras de datos o de los mercados en los que pudieran cotizar los valores emitidos.

Además, se planteaba a los emisores que considerasen la posibilidad de ofrecer a los potenciales inversores datos sobre los flujos de caja de la estructura y las características de la cartera de activos (LTV¹⁷, primeras o segundas hipotecas, comportamiento histórico de la cartera) durante un periodo de tiempo con carácter previo a la compra de los bonos, para que los inversores pudieran efectuar análisis dinámicos de la evolución de la cartera.

4.2.2 Recomendaciones de IOSCO

En abril de 2010 el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO¹⁸) publicaba el informe *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, con el objetivo de ofrecer a los reguladores una orientación respecto a la información que debía estar a disposición de los inversores, tanto por exigencia del marco normativo vigente, en este caso la Directiva (CE) n.º 74/2003 y el Reglamento (CE) n.º 809/2009, como para aquellas operaciones que quedaran al margen del mismo.

16 Directiva (CE) n.º 71/2003.

17 *Loan to value*, relación entre el importe del préstamo y el valor del inmueble aportado como garantía.

18 International Organization of Securities Commissions.

IOSCO proponía 19 puntos sobre los que consideraba necesario que el originador proporcionase información a los inversores. El documento hacía referencia a una gran variedad de temas entre los que se pueden mencionar: descripción de la cartera de activos, tanto en lo que se refiere a los activos considerados individualmente como al comportamiento de la cartera en su conjunto; tipo de valores de titulización emitidos; sistema de oferta pública de los mismos; explicación del funcionamiento de la estructura; y enumeración de las mejoras crediticias previstas o de los instrumentos derivados que se incorporan en la operación. También hacía hincapié en temas como la vinculación entre los diferentes agentes participantes en la titulación o informes elaborados por expertos independientes, cuestiones legales o la inclusión de un apropiado desglose de riesgos.

4.2.3 Nuevos desarrollos normativos comunitarios

La modificación de la Directiva de Adecuación del Capital mencionada anteriormente, la CRD II, incluye nuevas obligaciones de información al mercado para bancos que actúen como originadores o patrocinadores de operaciones de titulización. De acuerdo con la nueva Directiva, los bancos deberán:

- Revelar a los inversores el nivel de “interés económico material neto” que planean mantener con respecto a cada titulización.
- Asegurarse de que los potenciales inversores tengan fácil acceso a todos los datos materialmente relevantes con respecto a la calidad del crédito y al comportamiento de cada una de las exposiciones que se van a titular, así como sobre los flujos de efectivo de la operación y las mejoras crediticias previstas.
- Asegurarse de que está disponible la información necesaria para que se pueda realizar una correcta prueba de resistencia sobre los flujos de efectivo y sobre el valor de las mejoras crediticias.

Estas nuevas obligaciones para los bancos entraron en vigor el 1 de enero de 2011 para las titulaciones originadas a partir de esa fecha, mientras que lo harán el 31 de diciembre de 2014 para las sustituciones o incorporaciones de nuevos activos en titulaciones ya existentes.

B Durante la vida de los valores de titulización

La incertidumbre sobre el posible deterioro de las carteras crediticias titulizadas y su impacto en el comportamiento de las estructuras de titulización fue uno de los factores que contribuyó a que este mercado prácticamente se paralizase a partir de 2007. En muchos casos, sólo tras un lapso de tiempo considerable se comenzaron a tener datos sobre la calidad real de las carteras titulizadas y la robustez de los vehículos.

Del análisis de la información acerca del rendimiento de estos productos se desprende que los impagos, en general, se han distribuido de manera heterogénea entre los distintos segmentos del mercado de titulización y que, en conjunto, su

peso en el mercado europeo ha sido relativamente pequeño en comparación con el estadounidense. En efecto, entre mediados de 2007 y finales 2009, únicamente el 0,3% de todas las emisiones europeas de productos estructurados calificadas como AAA sufrieron impagos. En concreto, los fallidos dentro de este nivel de calificación no afectaron al segmento de RMBS, concentrándose en las operaciones del tipo CDO y CMBS. El mayor volumen de impagos durante el periodo señalado correspondió a valores con calificaciones inferiores a BBB, principalmente del tipo CMBS, y supuso el 4,2% de todo el volumen emitido con grado especulativo. En su conjunto, el mercado europeo ha sufrido impagos en valores que suponen el 0,4% del volumen total emitido, cifra que contrasta con el 4% del conjunto de las emisiones estadounidenses¹⁹.

Medidas para solucionar la falta de transparencia durante la vida de los valores de titulación

CUADRO 6

Medida propuesta	Institución que propone la medida	Naturaleza de la medida
Proporcionar información accesible, transparente y comparable de la evolución de las carteras tituladas.	European Securitisation Forum. Documento: <i>RMBS Issuer Principles for Transparency and Disclosure</i> , diciembre de 2008.	Recomendación
Revisión de los estándares de la información ofrecida a los inversores en cumplimiento de requerimientos legales.	International Organization of Securities Commissions - IOSCO. Documento: <i>IOSCO Principles for Disclosure for Ongoing Reporting for Asset-Backed Securities</i> , en fase de elaboración.	Recomendación
Información individualizada de los préstamos que respaldan activos de titulación que vayan a ser utilizados como colaterales en el Eurosistema.	Banco Central Europeo. Está previsto que este requisito esté plenamente operativo en los 18 meses siguientes al 16 de diciembre de 2010.	De obligado cumplimiento para las entidades que acudan al Eurosistema
Información individualizada de los préstamos que respaldan activos de titulación que vayan a ser utilizados como colaterales con el Banco de Inglaterra.	Banco de Inglaterra. Está previsto que este requisito esté plenamente operativo en los doce meses posteriores a la publicación de los formularios correspondientes a cada tipo de activo.	De obligado cumplimiento para las entidades que acudan al Banco de Inglaterra
Requisitos de disponibilidad de información de las carteras tituladas para originadores o patrocinadores de titulaciones que sean bancos.	Directiva de Adecuación del Capital, CRD II. Entró en vigor el 1 de enero de 2011.	Legislativa
Legislaciones específicas sobre información pública periódica de los vehículos emisores de valores de titulación admitidos a negociación en mercados organizados.	España: Circular 2/2009 de la CNMV. Reino Unido: FSA CP 10/17: <i>Strengthening Capital Standards 3-feedback to CP 09/29, final rules for CRD 2 and further consultation</i> , julio de 2010	Legislativa

Fuente: Elaboración propia.

19 Datos disponibles en la página web de AFME: <http://www.afme.eu/document.aspx?id=4452>

Con el objetivo de evitar episodios de bloqueo del mercado, como el acontecido desde el inicio de la actual crisis, y permitir a los inversores llevar a cabo evaluaciones realistas sobre los riesgos incluidos en sus carteras, inicialmente la industria emitió una serie de recomendaciones sobre mejores prácticas en materia de provisión de información. Posteriormente ha sido la vía de la regulación la que ha tomado el relevo en la canalización de este tipo de iniciativas. En el cuadro 6 se describen las vías de actuación en este ámbito.

4.2.4 Recomendaciones de la industria

El European Securitisation Forum, en su trabajo *European Securitisation Forum. RMBS Issuer Principles for Transparency and Disclosure*, publicado en 2008, recomendaba a los emisores proporcionar, a partir del 31 de diciembre de 2009 y a lo largo de la vida de las operaciones de titulización, información sobre las carteras a nivel agregado o, a decisión del emisor, préstamo a préstamo. Asimismo, recomendaba informar sobre la evolución de los bonos emitidos. Para ello se proporcionaba un modelo de informe estandarizado que incluía una gran variedad de información de los bonos y la cartera de activos como: fechas de vencimiento, fechas de pago, saldos vivos, características de las garantías asociadas a los activos, etc.; en total, 85 campos de información diseñados para que pudieran ser tratados de manera informática. Con ello se pretendía mejorar y homogeneizar la información disponible en el mercado y propiciar una utilización más activa de la misma por parte de los inversores.

4.2.5 Recomendaciones de IOSCO

En la Conferencia Anual de IOSCO celebrada en junio de 2010 se dio mandato para la creación de un grupo de trabajo que desarrollase las bases de la información pública periódica de valores procedentes de titulizaciones: el documento *IOSCO Principles for Disclosure for Ongoing Reporting for Asset-Backed Securities*, del cual saldrán un conjunto de recomendaciones dirigidas a los organismos reguladores sobre la cantidad y la calidad de la información que debía ponerse a disposición de los inversores sobre operaciones de titulización ya en funcionamiento.

4.2.6 Mayores requisitos de información para las operaciones con el Banco Central Europeo

El Banco Central Europeo, con la finalidad de asegurar que los activos procedentes de titulizaciones utilizados como garantía en las operaciones del Eurosistema tengan una calidad adecuada, hizo público en el mes de diciembre de 2010 su decisión de solicitar información individualizada de los préstamos vinculados a los activos presentados en dichas operaciones. Está previsto que estos requisitos entren en vigor en los próximos 18 meses, comenzando por los valores de titulizaciones hipotecarias de préstamos para la compra de vivienda y ampliándose gradualmente al resto de los valores de titulización. La información deberá proporcionarse con una periodicidad no superior al trimestre a partir de cada fecha de pago de interés del

activo depositado en el Banco Central Europeo y de acuerdo con el formato estandarizado elaborado por esta institución.

4.2.7 Mayores requisitos de información para las operaciones con el Banco de Inglaterra

El Banco de Inglaterra, por su parte, hizo público en julio de 2010 que también requerirá información individualizada de los préstamos que respalden valores como RMBS, *covered bonds*²⁰, CMBS, CLO, titulizaciones de préstamos para la compra de coches, préstamos al consumo, préstamos a estudiantes y operaciones de *leasing*, para que dichos activos puedan seguir siendo elegibles en las operaciones realizadas con el Banco de Inglaterra. La información deberá estar disponible con una frecuencia no superior al trimestre. Adicionalmente, un folleto informativo de la operación, un resumen y los principales documentos legales de la misma deberán hacerse públicos y resultar fácilmente accesibles. Con carácter mensual se proporcionará a los inversores un informe que tratará, entre otros temas, sobre la evolución de los activos subyacentes, la asignación de los recursos o los detalles sobre las mejoras crediticias contratadas. También se pondrá a disposición de los inversores un modelo de la tabla de flujos de tesorería.

El Banco de Inglaterra tiene previsto aplicar estos requisitos, inicialmente, a los RMBS y los *covered bonds*, para luego extenderlos al resto de los activos. Se habilitará un periodo de transición de doce meses a partir de la publicación²¹ de los modelos de información y será aplicable a todos los valores ya emitidos y a los que se vayan a emitir a partir de esa fecha.

4.2.8 Nuevos desarrollos normativos comunitarios

Como se ha señalado anteriormente, la modificación de la Directiva de Adecuación del Capital (CRD II) obliga a los originadores de operaciones de titulización a poner a disposición de los inversores información suficiente para que éstos puedan hacer un análisis completo antes de efectuar sus inversiones. Debido a la naturaleza de este tipo de operaciones, la Comisión Europea, también a través de la CRD II, ha estimado necesario que esa información se proporcione de manera continuada al mercado.

Aunque la norma no especifica la periodicidad con la que los originadores deben publicar la información y dado que traslada a las entidades de crédito que sean inversores la obligación de tener, en todo momento, una valoración consistente de sus exposiciones en titulizaciones y poder justificarla, puede llegar a entenderse que la información debe estar disponible con carácter permanente para así poder responder a las peticiones de los inversores. Así, en caso de que el originador no tenga disponible la información necesaria sobre la evolución de la cartera subyacente, se

20 Bonos respaldados por los flujos de efectivo y la garantía de una cartera de préstamos. A diferencia de las cédulas españolas, los *covered bonds* británicos están respaldados por una cartera de préstamos determinada.

21 En noviembre de 2010, el Banco de Inglaterra publicó los modelos de información para RMBS.

verá penalizado en los requisitos de capital de las exposiciones de esa titulación que mantenga en sus libros.

4.2.9 Desarrollos normativos elaborados por los Estados Miembros

Los emisores de valores de titulación solicitan en muchos casos la admisión de sus valores en mercados organizados para potenciar su liquidez y difusión entre distintos tipos de inversores. La Directiva de Transparencia de 2004 determina que un emisor de valores negociados deberá hacer público un informe financiero anual y un informe financiero semestral, así como cualquier modificación de las condiciones de los valores²². Esta Directiva establece los parámetros mínimos de información que los Estados Miembros deben aplicar en sus jurisdicciones, pero deja libertad para someter a los emisores a requisitos más estrictos si lo consideran oportuno.

En España, dada la importancia adquirida por el mercado de titulación dentro de su sistema financiero durante la última década, se estimó conveniente aumentar los requisitos acerca de la información que los fondos estaban proporcionando al mercado. Así, en marzo de 2009 se publicó la Circular 2/2009, modificada posteriormente por la Circular 4/2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en la que, entre otros asuntos, se establecía un marco de obligaciones aplicables a la elaboración de información periódica para los fondos de titulación. De acuerdo a esta nueva normativa, los fondos deberán hacer públicos, mediante un formato estandarizado y el envío electrónico de datos con periodicidad semestral, el balance, la cuenta de pérdidas y ganancias, el estado de flujos de efectivo, la información detallada sobre la situación de los activos cedidos al fondo (naturaleza de los activos, importes vivos, tasas de morosidad, importes declarados fallidos, vida residual, amortizaciones anticipadas, etc.) y los pasivos emitidos (tipos de interés, amortizaciones practicadas, vida media, calificaciones vigentes, etc.), así como la situación en la que se encuentran las mejoras crediticias incorporadas al fondo.

En el Reino Unido, la Financial Services Authority (FSA), órgano supervisor de los mercados financieros, ha aprobado²³, dentro del procedimiento para la trasposición de los nuevos requisitos de la CRD II, nuevas medidas que suponen aumentar la frecuencia de publicación de datos sobre titulaciones, pasando de hacerlo semestralmente a trimestralmente. También se modifica el modelo de información que debe enviarse al regulador sobre las titulaciones originadas o mantenidas en los libros de negociación. La entrada en vigor de estas novedades se produjo el 31 de diciembre de 2010.

4.3 Complejidad de las estructuras de titulación

Los instrumentos de titulación, dada su naturaleza, suelen ser más complejos que muchos otros instrumentos financieros, incluso en sus versiones más sencillas. En

22 Directiva (CE)109/2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado.

23 Véase FSA CP 10/17: *Strengthening Capital Standards 3-feedback to CP 09/29, final rules for CRD 2 and further consultation*, publicado en julio de 2010.

concreto, el grado de complejidad depende del diseño de cada operación y del tipo de activo titulizado. La dificultad para entender el funcionamiento de estas estructuras, junto con el hecho de que determinados tipos de titulización hayan estado asociados al estallido de la crisis financiera, ha generado una cierta estigmatización de este tipo de operaciones financieras.

Tanto la industria como los reguladores consideran necesario volver a los orígenes y primar las estructuras sencillas, fácilmente entendibles por el mercado, para volver a generar confianza en los inversores. En este contexto, cabe destacar dos iniciativas que, previsiblemente, tendrán una considerable repercusión en la forma de titular en los próximos años: el endurecimiento de los requisitos de capital para las inversiones de las entidades de crédito en titulaciones complejas y las iniciativas en materia de derivados comercializados en mercados no organizados (*over the counter*, OTC) impulsadas por el G-20 (véase cuadro 7).

Medidas para desincentivar la construcción de estructuras excesivamente complejas

CUADRO 7

Medida propuesta	Institución que propone la medida	Naturaleza de la medida
Endurecimiento de los requisitos de capital para los bancos que mantengan en sus libros titulaciones complejas.	Directiva de Adecuación del Capital, modificación CRD III y IV. De aplicación a partir del 31 de diciembre de 2011 y pendiente de publicación por parte de la Comisión Europea de una propuesta definitiva, respectivamente.	Legislativa
Regulación de los mercados OTC de derivados.	Propuesto por el G-20 en sus cumbres de líderes de abril y septiembre de 2009. La Unión Europea ha publicado un borrador con su propuesta para la creación de un mercado de derivados OTC. Se prevé que esté operativa a finales de 2012.	Legislativa

Fuente: Elaboración propia.

4.3.1 Endurecimiento de los requisitos de capital para las titulaciones complejas

El documento *Enhancements to the Basel II Framework*, publicado en julio de 2009 por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, se planteaba, entre otros objetivos, fortalecer el marco creado por Basilea II para la titulización en general y para la retitulización²⁴ en particular, así como poner en práctica las lecciones aprendidas con la crisis financiera.

Más adelante se expondrán con algo más de profundidad las novedades introducidas por este documento y otros publicados por el Comité de Basilea que conforman lo que ya es conocido como Basilea III y que tendrán, sin duda, repercusiones en el

24 De acuerdo con la definición dada por el Comité de Basilea de Supervisión Bancaria, una retitulización es una titulización en la que el riesgo asociado a una cartera subyacente está dividido en tramos y al menos una de las exposiciones de la cartera subyacente procede de una titulización. Asimismo, una exposición a una o más retitulizaciones es, a su vez, una retitulización.

ámbito de la titulización. En este apartado se tratarán únicamente las medidas relacionadas con las titulizaciones complejas y las retitulizaciones. Parte de las ideas lanzadas por el Comité de Basilea a este respecto están ya incluidas en las nuevas modificaciones de la Directiva Europea de Adecuación del Capital, CRD III²⁵ y CRD IV²⁶.

En su propuesta relativa a la CRD III, la Comisión Europea mostraba su preocupación por el hecho de que las instituciones fuesen incapaces de llevar a cabo un análisis adecuado de operaciones como las retitulizaciones a causa de la sofisticación que pueden llegar a alcanzar. Debido a la mayor dificultad inherente a este tipo de instrumentos, la Comisión Europea ha considerado que su ponderación del riesgo debe ser diferente de la de una titulización normal, ya que, aún en el caso de las titulizaciones no calificadas como altamente complejas, éstas incorporan un riesgo tan elevado que impide deducirlas completamente del capital de la entidad. Por todo ello, la CRD III, mientras que mantiene el rango de ponderación a efectos del cómputo de los requisitos de capital que deben mantener las entidades bancarias que inviertan en estos productos entre el 20% (para titulizaciones con máxima calificación) y el 350% (para exposiciones calificadas con BB), eleva este rango de ponderación a niveles entre el 40% y el 650%²⁷ para las retitulizaciones.

Por otro lado, siguiendo la tendencia de dar un tratamiento cada vez más restrictivo a las titulizaciones sintéticas, la CRD IV propone hacer una supervisión específica de las operaciones repo que incorporen activos procedentes de titulizaciones como colaterales y prohibir la utilización como garantía de valores procedentes de retitulizaciones en este tipo de operaciones a efectos del cálculo del capital regulatorio.

Con el objetivo de lograr una implementación eficiente y realista de estas medidas, la Comisión Europea delegó en el Comité Europeo de Supervisores Bancarios, CEBS, actualmente la Autoridad Bancaria Europea (European Banking Authority, EBA) la concreción de los aspectos prácticos de esta nueva normativa en colaboración con la industria. Entre otros detalles, EBA deberá determinar qué operaciones de titulización deben ser consideradas altamente complejas y, por lo tanto, estar sometidas a mayores requisitos de capital.

4.3.2 Regulación del mercado de derivados OTC

El uso intensivo de los derivados en las estructuras de titulización genera complejidad en la valoración y en la comprensión de los instrumentos por parte de los inversores. Los derivados no sólo están presentes en las denominadas titulizaciones sintéticas, respaldadas por derivados de crédito. Por el contrario, incluso las titulizaciones más simples suelen incluir algún derivado OTC dentro del apartado de mejoras crediticias.

25 Aprobada por el Parlamento Europeo el 7 de julio de 2010.

26 Pendiente de que la Comisión Europea publique la propuesta de modificación de la directiva definitiva.

27 Datos de ponderación del riesgo para titulizaciones valoradas por el método estándar. Igualmente, los rangos de ponderación para las retitulizaciones valoradas con el resto de métodos se fija a niveles superiores a los de las titulizaciones normales.

Entre los años 2001 y 2008, el mercado de derivados OTC creció en torno a un 535%, alcanzando un valor nominal de 433 trillones de euros²⁸. Este crecimiento vino provocado por el gran dinamismo que la actividad crediticia tuvo durante esos años.

El mercado OTC es esencialmente un mercado bilateral, caracterizado por una considerable opacidad. Cerca de dos tercios de los derivados OTC están representados por una estructura contractual adaptada en cada momento a las condiciones pactadas entre las partes. La falta de transparencia sobre la transacción ha dificultado frecuentemente un conocimiento preciso de la exposición final al riesgo que asumen tanto la contraparte como el inversor final. Como se puso de manifiesto desde las primeras fases de la actual crisis financiera, la falta de transparencia en estos mercados aumenta la incertidumbre entre los agentes financieros y puede impactar de manera fuertemente negativa en los precios y en la liquidez de estos productos. La falta de transparencia de los mercados OTC supone, asimismo, un serio obstáculo en la prevención del riesgo sistémico (véase Arce, González Pueyo y Sanjuán del Peso, 2010).

El G-20, en su Cumbre de líderes de abril de 2009, propuso como una de las tareas prioritarias de la reforma financiera global la de promover la creación de cámaras de contrapartida central para derivados sujetas a regulación y supervisión, con el objetivo de lograr un mercado de derivados de crédito estándar y estable. En septiembre del mismo año, el G-20 acordó que todos los contratos de derivados OTC estandarizados debían ser negociados en mercados organizados o en plataformas electrónicas y liquidados a través de un órgano central de liquidación, como muy tarde a finales del año 2012. Para aquellos contratos que se quedasen fuera de esta nueva estructura de negociación, el G-20 recomendaba mayores requisitos de capital.

Siguiendo las directrices marcadas por el G-20, la Comisión Europea ha elaborado un documento con sus principales propuestas para la creación de un mercado europeo de derivados OTC²⁹, con el objetivo de aumentar la transparencia y reducir el riesgo de contrapartida y los riesgos operacionales asociados a este tipo de productos. En concreto, las propuestas de la Comisión incluyen:

- La exigencia de aportar a las entidades depositarias información detallada de los contratos de derivados OTC celebrados por compañías financieras y no financieras europeas, haciendo, en todo caso, que dicha información esté a disposición de los organismos reguladores.
- Las entidades depositarias deberán publicar de forma accesible para todos los participantes del mercado las posiciones agregadas por tipo de derivado.
- Para las cámaras de contrapartida central se fijan los requisitos mínimos de capital que deben mantener, el modelo de organización interna y los estándares bajo los cuales deben llevar a cabo su actividad.

28 Fuente: BIS (2009) e ISDA.

29 *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.*

- Obligación de compensar y liquidar los contratos OTC estandarizados a través de las cámaras de contrapartida central.
- Se fijan medidas para mitigar el riesgo de aquellos contratos que por sus características no tengan obligación de compensarse a través de una cámara de contrapartida central.
- Los términos de los contratos celebrados deberán ser confirmados a través de medios electrónicos.

Estas medidas deberán ser refrendadas por el Consejo y el Parlamento europeos, y se prevé que estén plenamente operativas a finales de 2012.

Así, en un marco regulatorio en el que aquellas operaciones que utilicen derivados no estandarizados se vean penalizadas con mayores requisitos de capital, los agentes financieros se verán incentivados a utilizar aquellos derivados y a diseñar las estructuras de titulización que les repercutan los mayores ahorros en términos de capital posibles, por lo que es previsible que algunos tipos de titulización dejen de ser económicamente viables. Al mismo tiempo, es razonable esperar que estas medidas induzcan a un mayor nivel de estandarización de las titulizaciones, al reducirse el abanico de derivados a los que recurrir para hacer que una operación resulte viable. El fomento de la estandarización en el ámbito de los derivados puede redundar, a su vez, en una simplificación de las estructuras de titulización que los utilicen.

4.4 Deficiencias en la *due diligence* por parte de los inversores

El mercado de la titulización es, esencialmente, un mercado mayorista, esto es, un mercado dirigido a inversores profesionales. A pesar de la cualificación que a éstos se les supone, existe una cierta evidencia de que, durante los años que precedieron al inicio de la crisis, estos inversores confiaron de forma casi exclusiva en los análisis realizados por las agencias de calificación, sin llevar a cabo las debidas valoraciones y comprobaciones propias. Así lo señala, por ejemplo, una encuesta entre inversores promovida por la industria de la titulización, realizada en 2008, en la que se reconoce que la información sobre el valor de los activos subyacentes podía ser insuficiente pero que, por otro lado, tampoco se tomaba en consideración la información que sí estaba disponible³⁰. Tampoco la propia dinámica del sistema facilitaba la realización de análisis internos, puesto que la demanda de estos productos era mucha y el tiempo en el que los inversores debían confirmar sus peticiones, muy reducido.

No es de extrañar, por tanto, que entre las iniciativas para dotar al mercado de la titulización de una base más sólida figuren las destinadas a promover un papel activo de los inversores profesionales en el análisis de los valores de titulización y de sus activos de respaldo, tanto en el momento previo a su adquisición en el mercado primario como posteriormente.

30 *Restoring Confidence in Securitisation Markets*. Documento elaborado a iniciativa de un conjunto de asociaciones representativas del mercado de la titulización: el American Securitization Forum, la SIFMA, el Australian Securitisation Forum y el European Securitisation Forum.

Finalmente, la actuación de los inversores, principalmente bancos, en lo que se refiere a la compra y el mantenimiento de posiciones de titulización vendrá determinada por un nuevo marco normativo (véase cuadro 8) que, esencialmente, establece obligaciones de análisis respecto a las inversiones en activos de titulización y de información al mercado de las exposiciones de las entidades financieras a estos valores.

Medidas para mejorar la *due diligence* de los inversores

CUADRO 8

Medida propuesta	Institución que propone la medida	Naturaleza de la medida
Justificación de haber llevado a cabo un análisis completo con carácter previo a la realización de una inversión en valores de titulización por parte de las entidades de crédito.	Directiva de Adecuación del Capital, CRD II. Entró en vigor el 1 de enero de 2011.	Legislativa
Información al mercado sobre las exposiciones de titulizaciones en libros de entidades de crédito.	Directiva de Adecuación del Capital, en su apartado Pilar 3, modificación CRD III. Entrará en vigor el 31 de diciembre de 2011.	Legislativa

Fuente: Elaboración propia.

4.4.1 Justificación de haber llevado a cabo un análisis completo por parte de las entidades de crédito que invierten en valores de titulización

Ante la necesidad de tomar medidas concretas para conseguir que las entidades de crédito que actúan como inversores en las operaciones de titulización asuman un papel más activo en la evaluación de las mismas, la Comisión Europea ha considerado la vía regulatoria como la opción más segura para conseguir este objetivo, ante el seguimiento desigual de las recomendaciones efectuadas por la propia industria. La iniciativa legislativa se ha canalizado, de nuevo, a través de una modificación de la Directiva de Adecuación del Capital de Entidades de Crédito que ya se ha mencionado anteriormente (CRD II).

De acuerdo con la nueva regulación, las entidades de crédito tendrán que demostrar a las autoridades competentes que han aplicado las políticas y los procedimientos apropiados que les permitan hacer un amplio análisis de las inversiones en valores de titulización, tanto antes de invertir como en relación a cada una de las posiciones mantenidas posteriormente. En particular, las entidades de crédito inversoras deberán tener un completo conocimiento de los siguientes extremos:

- La exposición al riesgo asumida por los originadores en esa operación.
- Las características del riesgo de la exposición, considerada individualmente.
- El riesgo inherente a los activos subyacentes a esos valores de titulización.
- El historial y la experiencia en caso de pérdidas del originador en operaciones similares.

- Las evaluaciones realizadas por el originador o sus analistas sobre esos valores de titulización y, cuando sea aplicable, sobre la calidad de las garantías incluidas en la estructura.
- También cuando sea aplicable, las metodologías empleadas en la valoración de las garantías y las medidas tomadas por el originador para asegurar la independencia del valorador.
- Las características estructurales de la operación que pueden impactar en el comportamiento del valor que vaya a ser adquirido por la entidad de crédito.

La entidad deberá asegurarse de que las características de la inversión sean coherentes con el perfil de riesgo de la entidad en posiciones de titulización. Adicionalmente, deberán llevar a cabo, con carácter continuo, pruebas de esfuerzo sobre sus exposiciones en valores de titulización.

Por otro lado, esta Directiva establece que las entidades de crédito podrán apoyarse en los modelos de valoración financiera desarrollados por una agencia de calificación externa siempre y cuando puedan demostrar que entienden la metodología, las hipótesis y los resultados del modelo y que, con carácter previo a la inversión, investigaron sobre su validez.

En el supuesto de que el banco no pueda acreditar que ha cumplido estas obligaciones con la exhaustividad exigida, la ponderación del riesgo de esa operación será del 1.250%.

4.4.2 Información al mercado sobre las exposiciones procedentes de titulaciones en libros de entidades de crédito

La dificultad que tienen los agentes financieros para cuantificar el riesgo de sus carteras de valores de titulización ha contribuido a generar la desconfianza hacia el sector financiero que ha caracterizado a la crisis financiera iniciada en 2007.

Los primeros intentos de dar una respuesta a este problema se produjeron ya en dicho ejercicio, a través de un grupo de trabajo impulsado por importantes asociaciones de la industria bancaria (la European Banking Federation, la London Investment Banking Association, el European Savings Banks Group y la European Association of Public Banks) y con un grupo de empresas del sector financiero. Este grupo elaboró en diciembre de 2008 el documento *Industry Good Practice Guidelines on Pillar 3 Disclosure Requirements for Securitisation*, cuyo objetivo era promover la aplicación consistente y con el suficiente detalle de los requisitos de información para titulización recogidos en la Directiva Bancaria³¹. La información proporcionada por los bancos que siguieron las recomendaciones incluidas en este documento mejoró, pero la adhesión por parte de la industria a esta iniciativa fue minoritaria³². De ahí

31 Directiva (CE) nº 48/2006 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio.

32 *Assesment of bank's Pillar 3 disclosures*, junio de 2009, y *Follow-up review of bank's transparency in their 2009 pillar 3 reports*, junio de 2010. Ambos documentos elaborados por el Comité de Supervisores Bancarios Europeos, CEBS.

que las autoridades decidiesen recurrir nuevamente al desarrollo normativo. La modificación de la Directiva de Adecuación de Capital de Entidades de Crédito, CRD III, ya mencionada en apartados anteriores, profundiza en la necesidad de perfeccionar y ampliar la información proporcionada al mercado, con el objetivo de mejorar la comprensión por parte del inversor del perfil de riesgo de los bancos, mediante una mayor transparencia y reforzando el control de riesgo de los mismos³³.

En este sentido, la CRD III introduce modificaciones en el Anexo XII de la Directiva de Adecuación de Capitales de Entidades de Crédito para, por una parte, adaptarlo a las novedades regulatorias en el ámbito de la titulización (como, por ejemplo, la retención del 5% del interés económico material de cada titulización originada por una entidad) y, por otra parte, para aumentar la información referente al riesgo asumido por las entidades en cada una de las exposiciones de titulización incluidas en sus balances. En particular, el regulador europeo ha puesto especial empeño en que se haga público el tipo de vehículo utilizado para articular la operación, en la identificación de las exposiciones dentro y fuera del balance, en la valoración permanente de las mismas y en el estudio de su sensibilidad ante diferentes escenarios.

4.5 El papel de las agencias de *rating* en la titulización

El marco legal y las prácticas del mercado habían conformado un sistema excesivamente dependiente de las agencias de *rating* que quedó en evidencia tras el estallido de la crisis financiera. Por una parte, los requisitos normativos que exigían la existencia de calificaciones crediticias o que las mismas superasen determinados umbrales generaron incentivos indeseables en la práctica de las agencias. Por otra parte, el éxito o el fracaso de las colocaciones de valores en los mercados internacionales dependía, en gran medida, de los informes emitidos por las agencias, ya que los inversores utilizaban sus calificaciones como punto de partida en sus decisiones de inversión dedicando pocos recursos, en general, al análisis propio.

La necesidad de regular la actuación de las agencias de *rating* constituye uno de los hitos de la reforma financiera internacional en curso, impulsada por el G-20. Los motivos de la reforma son diversos, pero en el campo de la titulización algunas de las deficiencias más señaladas son la infravaloración por parte de las agencias de los riesgos presentes en el mercado inmobiliario, así como la opacidad en sus técnicas de valoración y en la información utilizada para realizar los análisis.

En el contexto de la Unión Europea, el Reglamento (CE) n° 1060/2009 conforma el marco normativo aplicable a las agencias de *rating* desde octubre de 2009 y establece obligaciones para las entidades, como la de registrarse en el Estado Miembro correspondiente o someterse a la supervisión del organismo competente en cada momento. Las agencias de calificación domiciliadas en países no comunitarios no están sometidas a lo contemplado en el Reglamento, pero las instituciones europeas supervisadas no podrán utilizar sus calificaciones a efectos regulatorios. De esta mane-

33 *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.*

ra se trata de incentivar a las agencias de terceros países a que se sometan a la regulación de la Unión Europea, como se señala, por ejemplo, en García y Ruiz (2009).

Las normas más significativas, a efectos de la titulización, contenidas en el Reglamento son las siguientes:

- Las agencias de calificación deberán hacer públicos los métodos, modelos e hipótesis fundamentales que utilicen en sus actividades de calificación crediticia. En el caso de que una agencia emita una calificación respecto a activos subyacentes o a una financiación estructurada que difiera de la publicada por otra agencia, deberá guardar constancia documental que justifique su evaluación.
- Las calificaciones deberán ser objeto de revisión, al menos, una vez al año y, en todo caso, siempre que haya cambios sustanciales que puedan suponer una variación de la calidad crediticia. En el caso de que haya una modificación de la metodología, los modelos o las hipótesis se deberá informar sobre aquellas calificaciones que se puedan ver afectadas y proceder a revisarlas antes de seis meses, manteniéndolas mientras tanto en observación.
- Las agencias de calificación deberán hacer públicas sus calificaciones crediticias, así como la decisión de suspender una calificación. En este caso se adjuntará una explicación exhaustiva de las causas de tal decisión. Las agencias deberán diferenciar las calificaciones de financiaciones estructuradas, como serían las titulizaciones, mediante un símbolo adicional.
- Las agencias deberán velar por que la emisión de sus calificaciones no se vea afectada por ningún conflicto de intereses ni ninguna relación comercial actuales o potenciales. Para ello las agencias deberán abstenerse de dar servicios de consultoría o asesoramiento, aunque sí podrán prestar servicios auxiliares como previsiones de mercado, análisis de precios o estimaciones de evolución económica. Otra medida para asegurar la independencia de la actividad de las agencias es la obligación de tener en su Consejo de administración al menos dos consejeros independientes, cuya remuneración no dependa de los resultados de la empresa.
- Los empleados de las agencias deberán contar con los conocimientos y la experiencia adecuados para el desempeño de sus funciones. La remuneración de los empleados tampoco podrá estar vinculada a los ingresos que obtenga la agencia con las calificaciones concedidas. También se prevé un sistema de rotación de analistas y de las personas encargadas de la aprobación de las calificaciones para evitar que una vinculación prolongada con la misma entidad calificada pueda afectar a la calidad de sus evaluaciones.

Aunque esta normativa se encuentra en sus primeras fases de implementación, debido a los rápidos cambios que se están sucediendo en el ámbito financiero, ya se ha publicado un primer borrador para la modificación de este Reglamento. Entre las novedades que incluye la nueva regulación destaca la centralización de las competencias de registro y supervisión de las agencias de *rating* en la nueva European Se-

curities and Markets Authority (ESMA). Se prevé que esta modificación entre en vigor a lo largo del año 2011.

Al mismo tiempo que se establece un marco legislativo para las agencias de *rating*, avanza la idea de trabajar en la senda de reducir la utilización de calificaciones externas para fines regulatorios. El documento de declaraciones finales del G-20 en la cumbre de Toronto, celebrada en junio de 2010, se manifestaba en este sentido, apoyando los trabajos emprendidos en esta línea por el Comité de Basilea y el Financial Stability Board, e instaba a estas instituciones a presentar sus informes en octubre de 2012.

También está previsto que en 2012 la Comisión Europea presente un informe³⁴ con sus propuestas para dar solución a otros problemas importantes, como el exceso de dependencia de las calificaciones crediticias por parte de inversores y reguladores, el conflicto de intereses inherente al actual modelo basado en la contratación de las agencias de *rating* por parte de los emisores o la escasa competencia entre las empresas pertenecientes a este sector. El primer paso ha sido sacar a consulta un documento con el propósito de poner sobre la mesa diferentes soluciones e ideas sobre problemas concretos y reunir las opiniones de agentes de mercado, reguladores e inversores sobre futuros desarrollos legislativos europeos sobre agencias de *rating*³⁵. El periodo de consulta finalizó en enero de 2011.

Conseguir desligar el mercado financiero de la labor que realizan las agencias de *rating* plantea numerosas dificultades. La referencia a los *ratings* está presente en temas tan delicados como el cálculo de los requisitos de capital, en la gestión del riesgo de las entidades financieras, o en las políticas de inversión de los gestores de capitales. La eliminación del uso de los *ratings* en cualquiera de estos ámbitos podría generar problemas, ya que, en estos momentos, no existe ningún otro instrumento de calificación del riesgo que pueda ser utilizado, indistintamente, por la totalidad de los participantes del mercado. Los agentes financieros se enfrentarían al cumplimiento de unos estándares de calidad, tanto normativos como de mercado, no siempre suficientemente claros y desarrollados internamente por cada uno de ellos. Por su parte, los inversores podrían encontrarse con diferentes modelos de valoración del riesgo no necesariamente homogéneos entre sí, lo cual podría generar confusión y aumentar la incertidumbre en el mercado.

4.6 Il liquidez de los mercados secundarios

La mayoría de los bonos procedentes de operaciones de titulización cotizan en mercados regulados. Sin embargo, la negociación en términos de volumen ha sido históricamente baja. La razón de la escasa actividad de estos valores en los mercados secundarios es que muchos de los inversores adquieren estos productos con el objetivo de mantenerlos en sus carteras hasta vencimiento. También influye el hecho de que, en muchos casos, se trata de instrumentos financieros diseñados a medida para un

34 De acuerdo con lo recogido en el art. 39(1) del Reglamento 1060/2009.

35 El documento *Public Consultation on Credit Rating Agencies* está disponible en http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/docs/2010/cra/cpaper_en.pdf.

cliente, lo que, en la práctica, puede dificultar encontrar otros posibles compradores de estos productos en momentos posteriores a su emisión.

Cabe también señalar que con la crisis financiera se han frenado casi por completo las transacciones de estos bonos en los mercados secundarios. IOSCO estima que el volumen de negociación para bonos de titulización hipotecaria (RMBS Y CMBS) ha caído una media del 45%³⁶.

La Joint Global Initiative, impulsada en el año 2008 por las principales asociaciones del mercado de la titulización, proponía en su informe “Restoring Confidence in Securitisation Markets” incrementar la transparencia de las condiciones en las que se cerraban las transacciones de valores de titulización como una medida para activar el mercado. Según este informe, los datos sobre estas operaciones normalmente no se daban en tiempo real y, en muchas ocasiones, estaban disponibles únicamente en plataformas de información privadas.

Posteriormente, tanto IOSCO como el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR), precursor de la actual ESMA, han abordado el tema de la transparencia del mercado secundario de los productos estructurados en sendos informes: *Transparency of Structured Finance Products*, en julio de 2010, y *Transparency of corporate bond, structured finance product and credit derivatives markets*, en julio de 2009, respectivamente.

El trabajo de IOSCO examina la viabilidad de un régimen de transparencia para los mercados secundarios de productos estructurados, señalando los costes y beneficios que dicho sistema podría generar. Entre los beneficios potenciales identificados está la reducción de la asimetría informativa entre compradores y vendedores, ya que los segundos, al intervenir en numerosas operaciones simultáneamente, tienen una percepción más ajustada del valor de mercado de estos productos en cada momento. Una mayor transparencia también permitiría una mejor valoración de las carteras, aumentaría la confianza en los mercados y además atraería a nuevos inversores.

En cuanto a los argumentos contrarios a la implementación de un régimen de transparencia, cabe destacar la imposibilidad de comparar transacciones de productos no estandarizados, la pérdida de la confidencialidad de las posiciones adquiridas y de las estrategias de inversión (dado el reducido número de participantes en estos mercados), los costes de implementación o la distorsión en el mercado y en la valoración de carteras ocasionada por la publicación de ventas repentinas en procesos de liquidación.

Teniendo en cuenta los pros y los contras, IOSCO concluía que la publicación de los precios negociados era una fuente de información valiosa y recomendaba a sus miembros mejorar el régimen de transparencia para operaciones en el mercado con productos estructurados.

Por su parte, el informe de CESR consideraba que el régimen de transparencia existente en los mercados secundarios no había sido una de las causas de la crisis finan-

36 Véase IOSCO, *Transparency of Structured Finance Products*, julio de 2010.

ciera y que requisitos adicionales no servirían, por sí solos, para solucionar los problemas de este mercado, aunque sí los contemplaba como una medida complementaria. De acuerdo con este trabajo, cualquier iniciativa en este ámbito debería calibrarse cuidadosamente para evitar que los costes adicionales que pudieran surgir para su cumplimiento incidieran negativamente sobre los agentes participantes en el mercado y favorezcan su retirada. La conclusión final de los reguladores europeos era que cualquier iniciativa para un nuevo régimen de transparencia del mercado fuera incluida en el contexto de la futura revisión de la Directiva relativa a los Mercados de Instrumentos Financieros, conocida por sus siglas en inglés, MiFID.

Aprovechando la revisión de la MiFID que la Comisión Europea tenía previsto iniciar a lo largo del año 2010, CESR elaboró un documento en el que se recomendaba mejorar los regímenes de pre y postransparencia para productos estructurados³⁷. Concretamente, con respecto a la información de las operaciones realizadas en mercado, CESR aconsejaba la publicación de precios y volúmenes para transacciones de hasta cinco millones de euros y sólo de precios para las que superen este importe, aunque, en todo caso, debería indicarse que se trata de una operación cerrada por un importe superior a esa cifra. Esta información debería hacerse pública al final de la sesión del día.

El primer documento de trabajo elaborado por la Comisión Europea para la revisión de la MIFID³⁸ recoge la sugerencia de CESR y contempla la revisión de los regímenes de pre y postransparencia de productos estructurados con folleto informativo o cotizados en algún mercado organizado. Sin embargo, no incluye ninguna propuesta concreta sobre cómo llevar a cabo dicha revisión y únicamente menciona que los nuevos requisitos deberían ser diferentes en función del tipo de activo.

En todo caso, éste es sólo el comienzo de un proceso cuyo objetivo final es conseguir un marco armonizado de la información disponible para los mercados que permita una más eficiente formación de precios para estos productos y una valoración de mercado disponible con carácter permanente.

37 *CESR Technical Advice to the European Commission in the Context of the MiFID Review: Non-equity markets transparency*, publicado el 29 de julio de 2010.

38 El 8 de diciembre de 2010 la Comisión Europea puso a consulta el documento de trabajo *Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MIFID)*. El periodo de consulta terminó el 2 de febrero de 2011.

5 Otras iniciativas regulatorias que afectarán al mercado de la titulización

Los países pertenecientes al G-20, en la cumbre celebrada en Toronto en junio de 2010, reafirmaron su compromiso para lograr un sistema financiero resistente, adecuado a las necesidades de las economías, con límites a la generación de los riesgos sistémicos y capaz de contribuir a un crecimiento económico fuerte y estable. En este sentido, la cumbre de Toronto reconoció la labor realizada por el Banco Internacional de Pagos, a través del Comité de Supervisión Bancaria, para fortalecer el sistema bancario y volvió a resaltar la importancia, en este contexto, de establecer un único conjunto de normas contables de alta calidad a nivel internacional³⁹.

Como se describe a continuación, las novedades que se introduzcan en estos dos ámbitos y también en el de la regulación prudencial de las compañías de seguros pueden tener un considerable impacto sobre los mercados financieros en general y la industria de la titulización en particular.

5.1 Reformas en el marco prudencial de los sectores bancario y asegurador

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha publicado en los últimos dos años un conjunto de documentos y directrices, conocidos en conjunto como Basilea III, que abordan los problemas evidenciados durante la crisis financiera en el sector bancario y tienen como objetivo fortalecer la regulación, la supervisión y la gestión del riesgo en ese sector.

Las recomendaciones del Comité de Basilea no adquieren carácter normativo de forma automática, sino que cada país debe desarrollar las legislaciones pertinentes incorporando estas directrices. La Unión Europea ya ha adoptado algunas de las normas de Basilea III en las últimas modificaciones a su Directiva de Adecuación del Capital (CRD III y CRD IV). Posteriormente, cada uno de los Estados Miembros deberá trasponerlas a sus propios marcos normativos.

Con toda probabilidad, las medidas del nuevo entorno construido por Basilea III tendrán repercusiones en la titulización. Por un lado, porque se prevé un tratamiento más riguroso, en términos de capital, para algunas operaciones de titulización y, por otro, porque los valores procedentes de titulizaciones no tendrán la considera-

39 La importancia de lograr un marco contable único a nivel internacional ya había sido puesta de manifiesto en las cumbres del G-20 de Londres, en abril de 2009, y de Pittsburgh, en septiembre de 2009.

ción de valores líquidos ni contribuirán a la gestión del riesgo de las entidades financieras, por lo que disminuye su atractivo desde el punto normativo.

5.1.1 Nuevos requisitos de capital vinculados a la tenencia de exposiciones en titulaciones

Uno de los aspectos revisados en este contexto ha sido los requisitos de capital de las titulaciones. Como se ha indicado anteriormente, la tenencia en libros de retitulaciones tendrá rangos de ponderación del riesgo superiores a los de las titulaciones tradicionales.

Adicionalmente, la CRD III introduce la obligación de aplicar a las posiciones de titulación contenidas en la cartera de negociación el mismo tratamiento, en términos de capital, que a las incluidas en la cartera de inversión. Los requisitos de capital de las posiciones de titulaciones incluidas en la cartera de negociación se calculan actualmente como si dichos instrumentos fuesen posiciones de deuda normales. Sin embargo, para las exposiciones anotadas en la cartera de inversión se establece un conjunto de exigencias de capital independientes, más diferenciadas y sensibles al riesgo. La nueva normativa equipara el tratamiento, en términos de requisitos de capital, de exposiciones semejantes incorporadas en la cartera de inversión o en la de negociación.

5.1.2 Ratios de liquidez y de apalancamiento

La CRD IV implementa el cumplimiento de un conjunto de ratios novedosas introducidas por Basilea III: la ratio de cobertura de liquidez a corto plazo, la ratio de cobertura de liquidez a largo plazo y la ratio de apalancamiento.

La ratio de cobertura de liquidez a corto plazo pretende asegurar que un banco mantenga un nivel adecuado de activos de alta calidad y libres de cargas que puedan ser convertidos en efectivo para hacer frente a sus obligaciones de pago en un horizonte temporal de 30 días y bajo un escenario de tensión de liquidez aguda que será especificado por los supervisores.

A este respecto, las características que esta norma otorga a los activos para que puedan ser calificados como de alta calidad son las siguientes: niveles de riesgo de crédito y de mercado bajos, valoración sencilla y adecuada, baja correlación con activos de riesgo y estar negociados en un mercado desarrollado y reconocido en el ámbito financiero.

La CRD IV proporciona una lista de activos calificados de alta calidad, entre los que se encuentran el efectivo, las reservas de bancos centrales y los valores negociados emitidos por Estados soberanos, instituciones de crédito centrales, entidades públicas e instituciones de desarrollo multilaterales. Bajo ciertas condiciones, también se incluye la deuda soberana doméstica y la deuda emitida por bancos centrales en su propia divisa. Entre los valores emitidos por entidades privadas figuran los *covered bonds* (categoría que incluye, entre otros instrumentos, a las cédulas hipotecarias) y los bonos corporativos, si bien ponderan por debajo del 100%, a distintos niveles en

función de su calificación crediticia. Sin embargo, quedan excluidos de la lista para el cálculo de esta ratio los bonos de titulización, incluso aquéllos que cuenten con garantías soberanas o máximas calificaciones crediticias.

Por otra parte, en el escenario de tensión de liquidez a 30 días establecido para determinar el cumplimiento de la ratio de cobertura a corto plazo, los activos procedentes de titulaciones computan como salidas de efectivo al 100% de su importe de amortización a vencimiento, es decir, no califican como una fuente de financiación automática o fácilmente accesible para las entidades financieras.

La ratio de cobertura de liquidez a largo plazo trata de promover la financiación estable, en el medio y largo plazo, de la actividad bancaria, incluso en escenarios de disminución de la rentabilidad y la solvencia de una institución financiera como consecuencia de una mayor exposición al riesgo, un descenso en las calificaciones crediticias o una disminución de la calidad del crédito en posesión de la entidad.

También en este caso el regulador establece una lista de lo que considera fuentes de financiación estables y determina el nivel de cobertura con ese tipo de fondos que las entidades financieras deberán dotar para cada tipo de activo con vencimiento superior a un año.

Los valores procedentes de titulaciones quedan excluidos de la consideración de fuentes de financiación estables, al tiempo que se exige una cobertura con fuentes de financiación estables del 100% del valor de la amortización de la cartera de titulaciones con vencimientos superiores a un año.

En cuanto a la ratio de apalancamiento, que refleja el grado de endeudamiento asumido por un banco respecto a sus activos, clasifica a los valores de titulización, las mejoras crediticias concedidas a operaciones de titulización y los activos titulizados no dados de baja en el balance como una exposición de riesgo más en los libros de una entidad financiera. Además, las titulaciones sintéticas no son consideradas a efectos de esta ratio como instrumentos de mitigación del riesgo de las carteras de derechos de crédito asociadas.

La industria de la titulización ha mostrado su preocupación por el impacto que tanto los mayores requisitos de capital como el cumplimiento de las ratios mencionadas puedan tener sobre la actividad titulizadora. La mejor consideración por parte de la Comisión Europea de otros productos como los *covered bonds*, sí incluidos por ejemplo dentro del grupo de activos líquidos, podría llevar a los inversores a concentrar su demanda en esos instrumentos financieros, en detrimento de la titulización.

En paralelo al sector financiero, en estos momentos se está adoptando el nuevo marco de reglas para el cálculo de los requisitos de capital aplicables a las compañías de seguros, incorporado en la Directiva (CE) nº 138/2009 sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio (Solvencia II). Solvencia II configura un nuevo escenario legislativo basado en el cálculo del capital en función del riesgo asumido por las aseguradoras. Aunque todavía no está claro el impacto final que la nueva legislación tendrá para la titulización, algunos

estudios⁴⁰ han apuntado a que las exposiciones mantenidas en los tramos de peor calificación, los mezzanine y los junior, verán substancialmente incrementados sus requisitos de capital.

5.2 Iniciativas en el ámbito contable

La posibilidad de dar de baja en balance a los activos titulizados, con el correspondiente ahorro de capital regulatorio, es uno de los atractivos potenciales de la titulación.

Sin embargo, debido a la variedad de formas bajo las cuales se puede instrumentar estas operaciones, las entidades han encontrado dificultades en la aplicación de las pruebas de control para la baja en balance de activos. También se ha debatido sobre cómo reconocer parcialmente un activo cedido pero con el cual el cedente mantiene una implicación continuada, o sobre si un vehículo de titulación debe o no estar incluido en el perímetro de consolidación de una entidad originadora. Con el objetivo de conseguir una aplicación consistente y homogénea de las normas contables, tanto originadores como auditores han solicitado al IASB⁴¹ mejoras y clarificaciones en la aplicación del marco contable correspondiente a la titulación⁴².

En este sentido, el IASB está trabajando en la modificación de dos aspectos importantes: la consolidación contable y la baja en balance de activos. Sobre el primero de los temas se publicaron las conclusiones finales⁴³ el pasado mes de mayo y contienen, por un lado, especificaciones para determinar las posiciones de control en una entidad y, por otro lado, indicaciones para mejorar la información al mercado acerca de los intereses mantenidos en inversiones. Con respecto a la baja en balance de activos, se publicó el borrador de una primera propuesta en marzo de 2009, pero en mayo del año siguiente el IASB decidió reconducir los trabajos y centrarse en aumentar la transparencia y mejorar la información proporcionada a los inversores, lo cual se ha materializado en la propuesta de modificación de la IFRS 7 (Instrumentos financieros: publicación de información), presentada en octubre de 2010. De acuerdo con esta propuesta, las entidades deberán aumentar la información que proporcionan sobre la vinculación que mantienen con activos cedidos pero no dados de baja en sus balances o sobre los riesgos mantenidos en referencia a activos dados de baja parcialmente.

Los actividad desarrollada por el IASB en los últimos años se enmarca dentro del proceso de convergencia entre las normas contables generalmente aceptadas en los Estados Unidos (US GAAP) y las normas internacionales de información financiera (International Financial Reporting Standards, IFRS) que el FASB⁴⁴ y el IASB acordaron en octubre de 2007.

40 Deutsche Bank (2010), *Solvency II and European ABS*, Special Report, noviembre.

41 International Accounting Standards Board. Es el organismo encargado del desarrollo de las normas internacionales de contabilidad, IFRS/IAS y sus interpretaciones IFRIC/ SIC.

42 Principalmente la IAS 39 (Instrumentos financieros), apartados 16-23, la IAS 27 (Estados financieros consolidados y separados) y la SIC-12 (Consolidación de entidades con cometido especial).

43 Contenidas en la IFRS 10 y la IFRS 12.

44 Financial Accounting Standards Board. Es el organismo encargado del desarrollo de las normas de contabilidad estadounidenses.

Este proceso se ha visto respaldado por las reiteradas peticiones del G-20 a las instituciones contables internacionales para que redoblasen sus esfuerzos por conseguir un único conjunto de normas contables aplicables a nivel global. Para finalizar este proyecto de convergencia se daba como fecha estimada junio de 2011, aunque debido a las consultas lanzadas a los agentes del mercado, también siguiendo la recomendación del G-20, se podría retrasar hasta la segunda mitad de 2011.

6 Conclusiones

Desde el comienzo de la crisis, la titulización ha sido objeto de numerosas críticas por su posible papel en el origen de la crisis financiera. Sin embargo, al mismo tiempo, tanto la industria como algunas autoridades han subrayado la conveniencia de que se recupere la actividad en este segmento sobre una base sólida y estable, como una alternativa de financiación atractiva para las entidades de crédito.

A nivel europeo, a lo largo de 2010, el interés de los mercados por estos productos ha experimentado una ligera mejoría, pero la actividad sigue siendo muy reducida. Las características de las últimas operaciones colocadas entre inversores privados reflejan todavía una gran desconfianza, con volúmenes de emisión relativamente reducidos, vencimientos cortos y titulización de carteras muy saneadas o con algún tipo de garantía pública.

Así, en estos momentos no parece factible una rápida recuperación de la actividad titulizadora. El entorno macrofinanciero actual en la mayoría de los países, caracterizado por una atonía en la predisposición de los inversores a asumir nuevos riesgos, y el efecto estigma que todavía pesa sobre estos productos mantienen la demanda privada en niveles extraordinariamente bajos.

En este artículo se proporciona una revisión de los principales desarrollos normativos puestos en marcha recientemente en el ámbito de la Unión Europea. Algunos de estos desarrollos, que tienen como prioridad la corrección de los errores y excesos cometidos en el pasado, pueden afectar de manera sustancial a la titulización. En concreto, no es descartable que el nuevo marco regulador que entrará en vigor en los próximos años reduzca el interés de la banca y de otros inversores por este tipo de producto, al verse sometido a requisitos normativos más estrictos, como el aumento de las exigencias de capital propiciado por las nuevas normas prudenciales en el ámbito de la banca y de la industria de seguros o el establecimiento de nuevos requisitos de liquidez asociados a las tenencias de titulizaciones por parte de las entidades de crédito. Asimismo, el progresivo endurecimiento de las condiciones establecidas por el Banco Central Europeo para la utilización de sus fondos afectará a los incentivos de las entidades originadoras para titularizar activos con el objetivo de utilizarlos como garantía en las operaciones de financiación de la autoridad monetaria

Al mismo tiempo, la necesidad de avanzar en la normalización de los canales de financiación de las entidades de crédito europeas basados en mecanismos de mercado acentúa el papel de la titulización como una vía de financiación estable, con capacidad de contribuir a la reactivación del crédito. Por tanto, en este contexto parece conveniente mantener abierto e impulsar el debate entre las autoridades económicas, los reguladores y la industria financiera acerca de cómo impulsar una recuperación sostenible, eficiente y responsable de los mercados de titulización en Europa.

7 Bibliografía

Agarwal, S., Chang, Y. y Yavas, A. (2010). *Adverse Selection in Mortgage Securitization*. Federal Deposit Insurance Corporation, disponible en http://www.fdic.gov/bank/analytical/cfr/mortgage_future_house_finance/papers/Chang.PDF

Albertazzi, U., Eramo, G., Gambacorta, L. y Salleo, C. (2011). *Securitization is not that evil after all*. Bank for International Settlements, BIS working papers N° 341, disponible en <http://www.bis.org/publ/work341.pdf>

An, X., Deng, Y. y Gabriel, S.A. (2010). "Asymmetric information, adverse selection, and the pricing of CMBS". Mimeo, Journal of Financial Economics.

Arce, Ó., González Pueyo, J. y Sanjuán del Peso, L. (2010). "El mercado de Credit Default Swaps: áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias". Boletín de la CNMV, Trimestre II, 2010, pp. 45-66, disponible en <http://10.10.1.33/DocPortal/Publicaciones/Boletin/BTII2010Web.pdf>

Ashcraft, A., Goldsmith-Pinkham, P. y Vichery, J. (2010). *MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom*. European Banking Center, Paper N° 2010-24S, disponible en <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=107205>

Ashcraft, A. y Schuermann, T. (2008). *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Crisis*. Reserva Federal de Nueva York, Staff Report N° 318, disponible en http://www.newyorkfed.org/research/staff_reports/sr318.pdf

Bar-Isaac, J. y Shapiro, J. (2010). *Ratings Quality over the Business Cycle*. Universidad de Nueva York, disponible en http://pages.stern.nyu.edu/~hbar-isa/HBJS_CRACycle.pdf

Benmelech, E. y Dlugosz, J. (2009). *The Credit Rating Crisis*. NBER Working Paper N° 15045, disponible en <http://www.nber.org/papers/w15045.pdf>

Benmelech, E., Dlugosz, J. e Ivashina, V. (2010). "Securitization without Adverse Selection: The Case of CLOs". Mimeo, Universidad de Harvard, Departamento de Economía, disponible en http://www.economics.harvard.edu/faculty/benmelech/files/BDI_August12_2010.pdf

Berndt, A. y Gupta, A. (2009). *Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit*. Reserva Federal de Atlanta, disponible en http://www.frbatlanta.org/filelegacydocs/seminars/seminar_berndt_o41609.pdf

Bhardwaj, G. y Sengupta, R. (2010). *Where is the Smoking Gun? A Study of Underwriting Standards for US Subprime Mortgages*. Reserva Federal de San Luis, Working

Paper N° 2008-036D, disponible en <http://research.stlouisfed.org/wp/2008/2008-036.pdf>

Boudghene, Y., Maes, S. y Scheicher, M. (2010). *Asset Relief Measures in the EU – Overview and issues*, disponible en http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1677310

Bubb, R. y Kaufman, A. (2009). *Securitization and Moral Hazard: Evidence from a Lender Cutoff Rule*. Reserva Federal de Boston, Public Policy Discussion Papers, disponible en <http://www.bos.frb.org/economic/ppdp/2009/ppdp0905.pdf>

Carbó-Valverde, S., Marqués-Ibáñez, D. y Rodríguez Fernández, F. (2011). *Securitization, Bank Lending and Credit Quality, the Case of Spain*. Banco Central Europeo, Working Paper Series N° 1329/April 2011, disponible en <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpwps/ecbwp1329.pdf>

Demyanyk, Y. y Hemert, O. (2009). “Understanding the Subprime Mortgage Crisis”. *The Review of Financial Studies*, disponible en <http://rfs.oxfordjournals.org/content/early/2009/05/04/rfs.hhp033.full>

Deutsche Bank (2010). *Solvency II and European ABS*. Special Report, noviembre.

Elul, R. (2009). *Securitization and Mortgage Default: Reputation VS. Adverse Selection*. Reserva Federal de Filadelfia, Working Paper 09-21, disponible en <http://www.philadelphiafed.org/research-and-data/publications/working-papers/2009/wp09-21.pdf>

García Alcubilla, R. y Ruiz del Pozo, F.J. (2008). “Agencias de *rating*: el debate sobre la futura legislación europea”. *Boletín de la CNMV*, Trimestre III, 2008, pp. 97-113, disponible en <http://10.10.1.33/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreIII08.pdf>

García Alcubilla, R. y Ruiz del Pozo, F.J. (2009). “Agencias de *rating*: análisis de la propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo”. *Boletín de la CNMV*, Trimestre II, 2009, pp. 123-141, disponible en <http://10.10.1.33/DocPortal/Publicaciones/Boletin/CNMVTrimestreII09.pdf>

Kara, A., Marqués-Ibáñez, D. y Ongena, S. (2010). *Securitization and Lending standards: Evidence from the Wholesale Loan Market*. Banco Central Europeo, disponible en http://www.ecb.int/events/conferences/shared/pdf/Securitisation_and_lending_standards.pdf?2doea0458477730e6a9ec780410704c8

Keys, B., Mukherjee, T., Seru, A. y Vig, V. (2008). “Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans”. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 125, N° 1, pp. 307-362.

Keys, B., Mukherjee, T., Seru, A. y Vig, V. (2010). *620 FICO, Take II: Securitization and Screening in the Subprime Mortgage Market*, disponible en http://faculty.chicagobooth.edu/amit.seru/research/620_kmsv_T2.pdf

Krainer, J. y Laderman, E. (2009). *Mortgages Loan Securitization and Relative Loan Performance*. Reserva Federal de San Francisco, disponible en <http://www.frbsf.org/publications/economics/papers/2009/wp09-22bk.pdf>

Losada, R. (2009). *Agencias de rating: hacia una nueva regulación*. Comisión Nacional del Mercado de Valores, Monografía nº 39, disponible en http://10.10.1.33/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Mon2009_34.pdf

Mathis, J., McAndrews, J. y Rochet, J.C. (2009). "Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?". *Journal of Monetary Economics* 56(5), pp. 657-674.

Nystedt, J. (2004). *Derivative Market Competition: OTC Markets versus Organized Derivative Exchanges*. International Monetary Fund, IMF Working Paper, WP/04/61.

Purnanandam, A. (2010). *Originate-to-Distribute Model and the Sub-Prime Mortgage Crisis*. Federal Deposit Insurance Corporation, Center for Financial Research, Working Paper N° 2010-08.

