



Clausura de las VII Jornadas de Titulización organizadas por Ahorro y Titulización, S.G.F.T., S.A.

CARLOS ARENILLAS LORENTE, VICEPRESIDENTE DE LA CNMV

Granada, 5 de octubre de 2007

1. Introducción

Muy buenos días a todos:

Quiero empezar mi intervención dando las gracias a Ahorro y Titulización, S.G.F.T., S.A. y a Caja Granada por la amabilidad que han tenido al invitarme a participar en estas sus VII jornadas y darme así la oportunidad de dirigirme a ustedes. Este agradecimiento se ve ampliado por el lugar donde se celebran, la bella ciudad de Granada.

A nadie se le escapa que los acontecimientos que estamos viviendo en los últimos meses en los mercados financieros hacen de estas jornadas de titulización unas de las más significadas que se han celebrado en nuestro país en torno a esta innovación financiera.

Como ha quedado puesto de manifiesto a lo largo de las distintas intervenciones, el sector de la titulización en España ha alcanzado ya un elevado desarrollo tras unos años de expansión espectacular. Por ello, quizá ha llegado el momento, en parte propiciado por las circunstancias, de tratar de reflexionar acerca del camino recorrido y de qué forma queremos recorrer el que tenemos por delante.

Las crisis o, en este caso más bien, los episodios de inestabilidad, pueden representar también oportunidades para analizar el pasado y tratar de mejorar el futuro. Por ello, voy a dividir mi intervención en tres partes. La primera estará dedicada a un somero análisis del sector de la titulización en general y las oportunidades y retos que conlleva. La segunda se centrará en comentar la situación en España. Y, por último, en la tercera, esbozaré unas conclusiones junto con alguna propuesta para afrontar el futuro del sector aprovechando lo bueno que ya se ha conseguido, que es mucho, pero asumiendo decididamente que hay aspectos que se deben mejorar.

2. Consideraciones generales acerca de la titulización

La titulización es una poderosa herramienta de gestión del riesgo y, fundamentalmente, una forma de obtener financiación. Su desarrollo más fuerte en el sector financiero se ha producido básicamente desde principios de esta década y las cifras muestran que su evolución ha sido espectacular.

En términos generales, y como todos ustedes saben, la titulización consiste en transformar una serie de activos, de escasa o nula liquidez (habitualmente derechos de crédito) en valores negociables de diferente calidad crediticia, donde los tramos más arriesgados son los que primero soportan las pérdidas en caso de que los créditos que originan todo el proceso sufran impagos.

De esta forma, se consigue emitir unos títulos que, en un porcentaje muy alto del total, son activos de alta calidad crediticia, es decir, activos con una probabilidad de sufrir pérdidas sensiblemente menor que la media de los activos originales.

La transferencia de riesgo desde las entidades originadoras a los inversores que se consigue con la titulización de activos es diversa. Hay países como Estados Unidos donde suele ser muy grande, ya que existe demanda para los tramos *equity* o tramos de menor calificación crediticia. En otros, como España los tramos de mayor riesgo, y por tanto peor rating, suelen ser retenidos por el emisor.

Los activos titulizables pueden ser de una variedad muy amplia, desde los préstamos de diversos tipos con garantía hipotecaria, a créditos al consumo, a empresas o, incluso, recaudaciones futuras de clubes de fútbol.

A su vez, la transferencia del riesgo permite diversificar el mismo, con lo que se pueden evitar los problemas derivados de una excesiva concentración de riesgos de las entidades, de los sectores o, incluso, de economías nacionales.

La titulización es, además, una herramienta de financiación alternativa que permite transformar en tesorería activos del balance con escasa liquidez. Los recursos obtenidos por la venta de los activos van directamente a caja, sin alterar la deuda financiera del pasivo ni, por tanto, las ratios de endeudamiento. Adicionalmente, suele tratarse de operaciones a más largo plazo que el de las financiaciones tradicionales, lo que permite asegurar la financiación frente a posibles eventualidades futuras, con la ventaja adicional de que, al aislar la calidad de los activos que se ceden de la propia calidad crediticia de sus originadores, permite el acceso al mercado de capitales a entidades e inversores que de otra manera no podrían hacerlo.

Sin embargo, la diversidad de instrumentos dificulta el desarrollo de mercados líquidos y transparentes para todos ellos.

Adicionalmente, se pueden generar problemas debido a la complejidad de los productos. La complejidad junto con la falta de liquidez en los mercados secundarios pueden dificultar mucho las valoraciones de los títulos. Asimismo, la falta de transparencia en estos mercados puede originar incertidumbre cuando se producen pérdidas en los activos originales, impidiendo que los agentes puedan evaluar adecuadamente los riesgos para tomar sus decisiones.

Éste es un tema muy relevante sobre el que sin lugar a duda el mercado y los reguladores deben aportar soluciones. Por ello, es necesario fomentar la transparencia en el sector ya que, como estamos viendo con los últimos acontecimientos originados en el mercado hipotecario estadounidense, la falta de transparencia provoca incertidumbre en los agentes y esta incertidumbre paraliza los mercados, pudiendo transformarse en una crisis de confianza. El desconocimiento de qué entidades son las tenedoras de los títulos afectados por las pérdidas que han provocado los impagos de prestatarios calificados como *subprime*¹, está impidiendo a todas las entidades actuar normalmente en los mercados interbancarios y de deuda privada, forzando a los bancos centrales a proporcionar liquidez. Este desconocimiento está claramente fomentado por la titulización que se ha hecho de estos préstamos *subprime* ya que no ha existido información en muchas de las transacciones, colocaciones privadas, etc. que se han producido, lo cual impide saber dónde está el riesgo y de qué tipo es.

En esta situación de incertidumbre ha jugado un papel muy serio la reciente desconfianza hacia la actuación de las agencias de calificación crediticia puesto que, aún en los casos en los

¹ El caso de las hipotecas sub-prime tiene, obviamente, muchos otros aspectos a analizar, pero no es este el momento. Solo me referiré a estas hipotecas en la medida que han sido titulizadas y han supuesto un serio problema para la titulización en su conjunto.

que se conoce la localización de los títulos, existen dudas acerca de su verdadera calidad crediticia.

El notable desarrollo del sector y su complejidad han dotado de un creciente protagonismo a las mencionadas agencias de calificación crediticia, ya que son las que, en principio, clasifican los títulos procedentes de las operaciones y permiten a los agentes valorar el riesgo que conllevan los títulos de cada uno de los tramos y considerar así adecuada o no la remuneración ofrecida.

La desconfianza hacia su actuación surgida a raíz de los sucesos acontecidos en el mercado hipotecario estadounidense ha provocado que tanto la Comisión Europea como la Organización Mundial de Comisiones de Valores (IOSCO) -de la que la CNMV es miembro de su Comité Ejecutivo y Técnico- hayan puesto en marcha sendas investigaciones que tratan de dilucidar qué es lo que ha pasado en lo que se considera un fallo de estas entidades a la hora de determinar las calificaciones. Los trabajos se centran en dos aspectos: la metodología seguida por las agencias y la posible existencia de conflictos de interés. En este sentido, la valoración de las agencias de *rating*, basada en la estimación de la pérdida esperada en caso de impago, podría ser complementada con medidas del riesgo de liquidez. Por otra parte, sería bueno realizar una reflexión acerca de si el concepto de pérdida esperada recoge todo el riesgo relevante para el inversor y, en concreto, los efectos de sucesos poco probables pero muy dañinos para la rentabilidad de la inversión (estoy haciendo referencia al fenómeno conocido como *tail risk*).

Precisamente la sensación de falta de liquidez, que ha sido provocada por un déficit de transparencia junto con las dudas acerca de la calidad de determinados títulos, ha generado una revaluación de los riesgos que está encareciendo la financiación de muchos tipos de operaciones y penalizando con fuerza los precios de gran cantidad de títulos. En España parece evidente que es la percepción internacional del riesgo de caída de precios de nuestro mercado inmobiliario uno de los factores que más está pesando en la muy reciente falta de apetito exterior por nuestras emisiones aunque hay razones, que más adelante comentaré, para calificar la penalización que están sufriendo los títulos españoles como excesiva.

3. Situación en España

En cualquier caso, en España las cosas son algo diferentes. Por el momento, los tramos de menor calificación crediticia o tramos *equity* no suelen tener fácil colocación en el mercado, por lo que es muy habitual que la entidad financiera que realiza la operación de titulización retenga los títulos de primera pérdida. De esta forma, no se está produciendo hasta el momento una transferencia plena del riesgo ya que la probabilidad de que las pérdidas tengan que ser asumidas por títulos pertenecientes a tramos superiores y que no estén en manos de la entidad originadora es muy baja.

Por lo tanto, en España la titulización presenta más características de herramienta de financiación que de diversificación del riesgo.

Esto puede estar cambiando algo en los últimos tiempos con la aparición de nuevos agentes en el mercado español que representan una demanda potencial para esa clase de activos con alto nivel de riesgo, aunque, desde luego, aún no es significativa.

Otra característica específica del mercado de titulización español es el predominio, por encima de la media europea, de titulaciones cuyos activos están compuestos por títulos derivados de préstamos hipotecarios. Por citar algunas cifras, en 2006 el porcentaje medio en Europa de emisiones con respaldo hipotecario fue del 66% frente a un 83% en el caso español. Este elemento hipotecario, que no creo que sorprenda a nadie de los aquí presentes,

infunde una mayor sensibilidad de la titulización en España a los avatares del sector inmobiliario.

También este hecho sigue una tendencia decreciente, en el sentido de que, conforme se van desarrollando otros tipos de titulaciones, como los respaldados por préstamos a PYMES o al consumo, el porcentaje de volumen relativo emitido con respaldo hipotecario desciende paulatinamente.

Pero, sobre todo, en el caso español se deben destacar como fortalezas, en primer lugar, que los títulos emitidos son de alta calidad crediticia ya que los activos que los respaldan, los créditos hipotecarios, experimentan una muy baja tasa de morosidad, claramente inferior a la de otros mercados internacionales, al menos hasta este momento. En segundo lugar, que, como he comentado previamente, no se está produciendo una transferencia de los riesgos, por lo que las entidades de crédito españolas son quienes retienen la mayor parte de los riesgos hipotecarios, y estas entidades, los bancos y cajas de ahorro españolas, gozan de una elevada solvencia y de una supervisión de alta calidad realizada por el Banco de España. Por último, los títulos emitidos son instrumentos de largo plazo, por lo que la situación de las entidades originadoras es confortable.

Otro elemento en España que supone una fortaleza relativa es el hecho de que exista un Registro de la Propiedad con eficacia jurídica, lo cual asegura el derecho a ejecutar la propiedad inmobiliaria que, en última instancia, garantiza el crédito hipotecario que sirve de base para la emisión de los títulos, lo que no sucede en otros países.

Los factores que acabo de enumerar deben, en principio, favorecer el mantenimiento de la demanda de bonos de titulización españoles. Ha sido así sólo en parte en los últimos meses, como consecuencia de una ausencia de discriminación en los mercados internacionales que, a su vez, es consecuencia de los problemas de desconfianza generalizada en los instrumentos con garantía real que he comentado.

Cabe confiar, no obstante, en una normalización del mercado en los próximos meses que, en buena lógica, debería en última instancia restaurar las condiciones de acceso de las emisiones de alta calidad, como las españolas, a los mercados internacionales de instrumentos de titulización. Este proceso de normalización no implicará que los niveles de valoración del riesgo (*spreads*) vuelvan a los niveles previos a las turbulencias, pues estos, tal y como venía siendo resaltado por múltiples analistas y supervisores financieros, estaban en niveles históricamente bajos.

En todo caso, constituye una deficiencia importante la poca liquidez y poca transparencia que se observa en los mercados de renta fija y, en concreto, en nuestro mercado, AIAF. Como he dicho, la falta de liquidez y transparencia es un serio obstáculo para realizar una valoración adecuada.

En cuanto a la transparencia quiero subrayar que en el seno del Comité Europeo de Comisiones de Valores (CESR) se está debatiendo la aplicación o no a los mercados de renta fija de los requisitos de pre y post transparencia contenidos en la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros, más conocida como MiFID, que, en principio, están pensados sólo para la renta variable. En una primera aproximación al tema está pasada primavera, la mayoría de los miembros de CESR han decidido que estos requisitos no sean de aplicación a los mercados de renta fija (a lo cual la CNMV se opuso), pero sí se adoptó el compromiso de revisar esta postura cuando la experiencia obtenida permita realizar alguna valoración adicional. Quizá los acontecimientos que estamos viviendo en los últimos meses puedan servir de revulsivo para reabrir este debate en el seno de CESR y en los mercados europeos.

4. Conclusiones

A modo de conclusiones finales, se debe señalar que la titulización es una innovación financiera positiva, globalmente analizada. Ha contribuido a la diversificación del riesgo y a una mejor gestión del mismo y ha sido una herramienta muy útil para financiar el crecimiento económico. Por otra parte, la falta de transparencia y los problemas de valoración y calificación crediticia están provocando, junto con otros factores, episodios de incertidumbre y falta de liquidez en los mercados cuando los créditos subyacentes de algunos activos han comenzado a fallar.

La conclusión fundamental es que se debe **incrementar la transparencia en este sector** de forma que todos los agentes puedan valorar adecuadamente los riesgos para tomar sus decisiones.

¿Qué medidas podrían adoptarse? Por ejemplo, se podría exigir a los emisores y agentes intervinientes en los procesos de titulización que revelen más información acerca de los instrumentos titulizados que se colocan y negocian privadamente, prestando una especial atención a las transacciones efectuadas en los mercados secundarios. Se deben exigir métodos de valoración de estos títulos consistentes y homogéneos entre las diversas entidades. También sería útil disponer de más información acerca de los vehículos que emiten los títulos. Quizá una mayor estandarización de los productos estructurados sería de ayuda, aunque soy consciente de las dificultades de esta medida. Las agencias de calificación también deben revisar sus métodos de trabajo, conseguir una mayor agilidad y eficiencia y resolver los conflictos de interés.

Para finalizar con el tema de la transparencia, me gustaría hacer una reflexión de carácter más estructural. La transformación que han tenido los mercados financieros en las últimas dos décadas ha hecho que la estabilidad financiera del sistema pase de depender, casi exclusivamente, de las entidades de crédito en su papel de agente bancario tradicional a depender, mucho más, de los mercados de valores. Por ello, si nunca ha estado clara la existencia de un *trade off* entre transparencia y estabilidad financiera, en el momento actual se comienza a imponer la sensación de que estos conceptos son complementarios y que, por tanto, una mayor transparencia podría ayudar a evitar episodios de inestabilidad financiera.

Todo lo anterior es, con algunos matices, aplicable también a España. Aunque hemos visto que el mercado español tiene sus peculiaridades, positivas en términos relativos. Creo que cuando estas peculiaridades sean adecuadamente valoradas, se podrán superar las dificultades que se están atravesando a la hora de vender nuevas emisiones. Los propios agentes del mercado implicados deben hacer un esfuerzo para explicar estos rasgos diferenciales positivos.

Más a medio plazo sería, en todo caso, conveniente facilitar el desarrollo de nuevos tipos de titulización, habituales fuera de nuestras fronteras, como uno de los posibles objetivos de una modificación de la normativa vigente en la materia. Parece también conveniente terminar con la dispersión normativa actual. Esto no debe conducir en ningún caso a descuidar la debida exigencia de calidad de los activos que sirvan de base a las operaciones ni a relajar la función de supervisión.

El diálogo de la CNMV con el sector ha tenido un resultado fructífero en los trabajos del Grupo de Expertos de Titulización (GET). Esta fase preliminar está concluida pero es nuestra intención continuar en esa línea de trabajo conjunto con el sector en el futuro inmediato,

implicando en ello al Comité Consultivo de la CNMV, que es el órgano de consulta, previsto por la normativa, de la CNMV con los agentes que actúan en los mercados de valores.

Como comentario final, quisiera animar a los agentes del sector de titulización en España, y muy especialmente a las SGFT a considerar la posibilidad de asociarse de algún modo, de forma que desde los supervisores y demás autoridades competentes, y desde los propios mercados financieros, pudiéramos escuchar con mayor claridad los mensajes, iniciativas y preocupaciones que se quieran transmitir.

Muchas gracias por su atención.