



TITULIZACIÓN DE ACTIVOS TRAS LA CRISIS FINANCIERA

José Antonio Trujillo del Valle*
Intermoney

Resumen

La titulización, en España como en el resto de Europa, está en retroceso desde el comienzo de la crisis financiera, aunque recientemente se observa cierta recuperación en el sector bancario y una tenue expansión a otros sectores. En este trabajo, primero abordamos la situación de la titulización y posteriormente comentamos su nueva normativa comunitaria, en este momento en trámite de aprobación en el Parlamento Europeo. El papel del BCE como proveedor de liquidez ha sido determinante para evitar el colapso del sistema, pero su intervención tiene un efecto muy negativo sobre el mercado. El acceso prácticamente ilimitado de los bancos a la liquidez proporcionada por el BCE, a un coste imbatible, anula los incentivos para acudir al mercado. Los bancos siguen titulizando pero retienen las operaciones para su descuento en BCE que se ha convertido en el gran *conduit* de la titulización. En todo caso, además de por los efectos propios de la crisis, el retroceso de la titulización se explica por su desventaja regulatoria y de gestión frente a los covered bonds. Los bancos, cuando requieren financiación a medio y largo plazo, emiten cédulas (nuestros *covered bonds*), y reservan la titulización para obtener liquidez a corto descontando bonos en BCE. La titulización no es exclusiva de las entidades financieras, las empresas también disponen de derechos susceptibles de ser titulizados. El caso más habitual son facturas o derechos de cobro resultado de su actividad. La gravedad, extensión y profundidad de la crisis han dado lugar a cambios importantes en la regulación, especialmente en ámbitos financieros que se consideran especialmente vinculados a la inestabilidad vivida. Este es sin duda el caso de la titulización, que se ve afectada por una nueva normativa comunitaria.

Abstract

Securitisation, in Spain as in the rest of Europe, has been in recession since the beginning of the financial crisis, although recently a certain recovery in the banking sector and a tenuous expansion to other sectors has been noticed. In this work we first tackle the situation of securitisation and then comment on The new European regulation, at present in the process of being approved in the European Parliament. The role of the ECB as a supplier of liquidity has been decisive in avoiding the collapse of the system, but its intervention is having a very negative effect on the market. Banks' practically unlimited access to the liquidity provided by the ECB, at an unbeatable cost, cancels out the incentives to approach the market. Banks carry on securitising but retain bonds for discount at the ECB which has become the great «conduit» for securitisation. In any event, apart from the actual effects of the crisis, the retreat of securitisation is explained by its regulatory and management disadvantage Compared to covered bonds. Banks, when requiring medium and long-term finance, issue covered bonds and retain securitisations to obtain short-term liquidity by discounting bonds in the ECB. Securitisation is not exclusive to financial institutions, companies too have rights susceptible to being securitised. The most usual case is invoices or credit rights resulting from their activity. The seriousness, extent and depth of the crisis has given rise to very significant changes in regulation, especially in financial fields which are considered particularly linked to instability. This is undoubtedly the case with securitisation, which has been affected by new European regulations.

1. Introducción

La titulización de activos llegó a España con la ley 19/1992 y en muy pocos años pasó a formar parte de las alternativas de financiación de las entidades bancarias españolas¹. Junto con la emisión de cédulas hipotecarias, para la mayoría de las entidades la titulización se convirtió en su principal fuente de financiación en mercado. Las emisiones de titulización del

* Presidente de Intermoney Titulización SGFT. El autor agradece los comentarios, sugerencias y correcciones de Carmen Barrenechea y Manuel González Escudero, así como la ayuda prestada por Ángel Pérez y Altagracia López. La responsabilidad de los errores e imprecisiones que pudieran permanecer, así como las opiniones que en el trabajo se vierten, son responsabilidad exclusivamente del autor.

¹ Con anterioridad a la Ley de Titulización, Banco de Santander realizó una operación utilizando como vehículo una sociedad mercantil.

sector bancario español, utilizado aquí el término en su sentido más amplio, pasaron a tener un peso importante en el contexto europeo. Desde la introducción del euro en 1998, España ha sido uno de los grandes emisores de bonos de titulización; siempre se ha mantenido entre los primeros emisores de Europa, con Gran Bretaña liderando el mercado. Con la irrupción de la crisis financiera en 2008, la titulización, en España como en el resto de Europa, sufrió un brusco parón y desde entonces está en retroceso, aunque recientemente se observa cierta recuperación en el sector bancario y también cierta expansión a otros sectores. Como primera parte de este artículo, abordamos cuál es la situación de la titulización dentro y fuera del sistema bancario y en qué direcciones se desplaza. En una segunda parte hacemos una breve descripción de la normativa comunitaria que afecta a la titulización, en este momento en la última fase de los trámites de aprobación en el Parlamento Europeo, pues consideramos que puede tener consecuencias importantes para el mercado y no necesariamente positivas.

En el apartado en que se describe la normativa comunitaria se hace mención especial a la definición de titulización a efectos de la regulación. Sin embargo, como allí se expone y aquí adelantamos, la titulización como técnica financiera va más allá de dicha definición. Por ello, si no hacemos mención expresa a lo que la regulación entiende por titulización o por el contexto se entiende que nos limitamos a dicho ámbito, utilizamos el término titulización o técnicas de titulización en sentido amplio y no restrictivo. Aclaremos esta cuestión, pues sin duda prevalece como imagen representativa de la titulización la de las operaciones realizadas por entidades bancarias y para activos hipotecarios. Esta categoría, origen de la titulización, sigue siendo predominante en todos los mercados, pero también es cierto que la titulización se ha extendido a otros muchos tipos de «cedentes» y de activos.

2. Titulización

Como hemos mencionado, si queremos abarcar todo el espectro relevante de operaciones es preferible que nos reframamos a técnicas de titulización, pues en muchos casos nos apartaremos sensiblemente de lo que se puede entender como operación de titulización «canónica». Esto es, una operación en la que una masa de activos ilíquidos, típicamente bancarios, se transforma en títulos negociables, a través de un vehículo de propósito especial sin personalidad jurídica, para ser colocados en el mercado. En efecto, también estamos interesados en el otro extremo, en operaciones que utilizan legislación de titulización simplemente para aislar activos singulares en un vehículo seguro y neutral (un fondo de titulización), sin ánimo de llegar a producir títulos negociables².

Sin ánimo exhaustivo, pues su uso se expande de manera continua, dentro del ámbito de la titulización podemos situar los siguientes tipos de operaciones:

² En España la titulización está regulada en el Título III de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que refunde la legislación previa que arranca en la Ley 19/1992.

- *Cesión de activos de entidades bancarias.* Es el tipo de operación más estándar y origen de la titulización, realizada para obtener financiación y/o ceder riesgo. Los activos más utilizados son préstamos hipotecarios, préstamos a pymes, préstamos consumo y tarjetas de crédito.
- *Cesión de activos de entidades financieras no bancarias.* Incluye activos típicamente bancarios, como hipotecas, consumo y tarjetas, pero también otros de titulización algo más compleja, como operaciones de *renting*, *leasing*, etc.
- *Cesión de activos procedentes de originadores «no regulados».* Típicamente para activos procedentes de entes que descuentan facturas, pagarés, etc. y también para activos originados por plataformas de concesión de préstamos consumo y pymes. Se trata de un tipo de operaciones que se ajustan al término de *shadow banking*.
- *Titulización de activos de empresas.* Un mecanismo de acceso directo al mercado utilizando flujos y garantías derivadas de derechos de crédito, facturas, contratos, proyectos, concesiones, etc.
- *Técnicas de titulización para instrumentar inversiones.* Uso de vehículos de titulización, por tanto no sujetos a legislación de sociedades, para tenencia/gestión de inversiones singulares.
- *Técnicas de titulización para reestructuración.* Operaciones de cesión de riesgo y articulación de garantías, retitulización, etc.

2.1. Activos bancarios

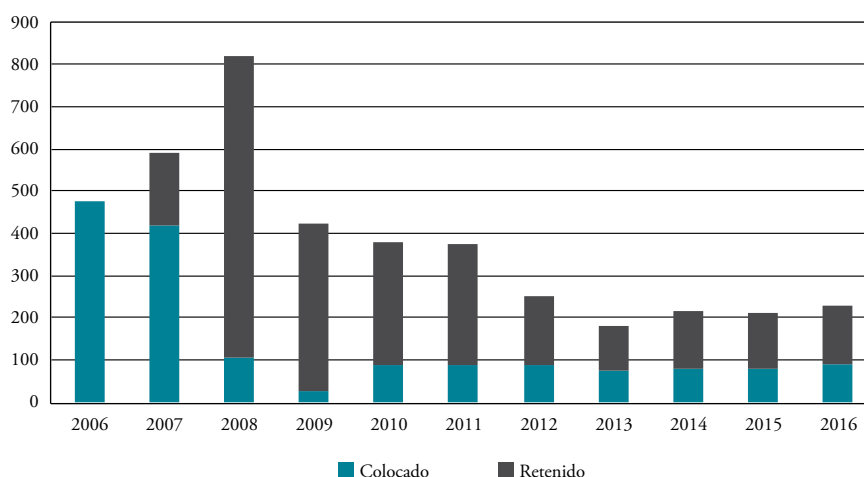
El uso de la titulización para financiación de entidades financieras en general, y bancarias en particular, en muchos casos filiales de las primeras, constituye el capítulo más importante de esta actividad, pues se trata de las entidades que por su naturaleza tienen la gran masa de derechos con características jurídicas y financieras idóneas para ser titulizados. La clase de activo titulizable por excelencia son los préstamos hipotecarios (por su plazo y garantías), pero también se titulan de manera masiva préstamos a empresas, préstamos consumo y tarjetas de crédito.

La titulización sufrió un gran impacto con el estallido de la crisis. Súbitamente se derrumbó la demanda, como consecuencia del escándalo de las *subprime* en EEUU, que sembró la desconfianza y contaminó a todos los productos y mercados de titulización en el mundo. Una parte importante de la demanda no procedía de inversores finales, sino de vehículos de refinanciación y transformación de plazo (*conduits* y *SIV*), financiados mediante papel comercial, y dependientes de líneas de liquidez de sus promotores (bancos de inversión). Esta demanda, por la naturaleza de los activos de respaldo y por la concentración de las líneas de liquidez en pocos proveedores, fue la primera en colapsar, provocando la salida masiva al mercado de los activos de los vehículos (bonos de titulización) y hundiendo sus precios, lo cual arrastró a

otro tipo de inversores. Esto generó una espiral de desconfianza, no solo en el subyacente de las operaciones sino también en la limitada profundidad y alta vulnerabilidad del mercado de titulización. No obstante, la realidad ha terminado demostrando que los productos de titulización han sido mucho más seguros que la percepción que sobre ellos tenía y tiene el mercado. Los datos de las agencias de calificación son sobre este particular muy ilustrativos³.

Para salvar la crisis de liquidez de las entidades, el mercado quedó sustituido por la facilidad de liquidez del eurosistema mediante el descuento de activos en el Banco Central Europeo (BCE). Inicialmente las entidades bancarias mantuvieron los volúmenes de emisión de bonos de titulización, pero reteniendo los bonos para ser descontados en el BCE⁴. Posteriormente comenzó a hacer mella en el mercado la caída de la demanda de crédito solvente, al tiempo que se endurecieron los estándares de concesión y las entidades acometieron una estrategia de desapalancamiento. Como resultado del entorno recesivo, se redujo la necesidad de liquidez de las entidades, en buena parte satisfecha por BCE y por la emisión de *covered bonds*, dando lugar a una caída continuada de las emisiones de titulización. En el Gráfico 1 se puede observar la evolución de las emisiones de titulización y la importancia del volumen retenido por las entidades originadoras. En España, desde 2008, la práctica totalidad de las operaciones de titulización realizadas por entidades de crédito han sido retenidas para descuento en el BCE; también en algún caso para ser utilizadas como garantía en *repos* privados.

Gráfico 1. Emisiones de titulización en Europa. En miles de millones de euros



Fuente: AFME.

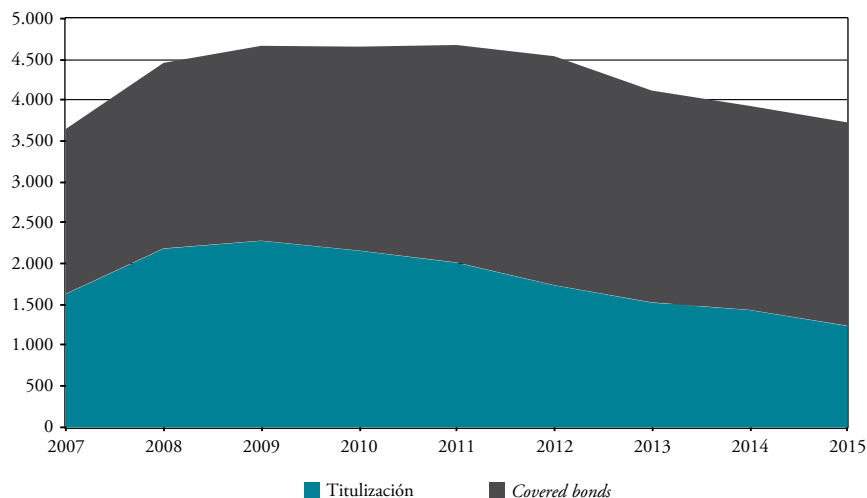
³ De acuerdo con la información proporcionada por Moody's, de los 9.668 tramos de transacciones ABS y RMBS calificados por Moody's desde 1993 hasta junio de 2015 en el área EMEA, solo el 0,3 % habían generado pérdidas. Es decir, 29 tramos correspondientes a 16 operaciones. En varios casos (7 tramos de 3 operaciones) la causa de las pérdidas no fue el comportamiento del subyacente sino de una entidad de contrapartida. Este fue el caso de alguna operación en la que Lehman actuaba de contrapartida de *swap*. También se produjo un caso de quiebra del administrador en una operación en Suecia, dando lugar a un *fire-sale* de los activos que produjo una pérdida parcial en el tramo más subordinado. En la práctica totalidad de los casos se trata de tramos subordinados (por tanto de tamaño relativo reducido), por lo que en términos de valor las pérdidas hasta la fecha han tenido un impacto marginal. Moody's Investor Services, Sector Comment on EMEA ABS and RMBS, 8 de junio de 2015.

⁴ Ciertos bonos de titulización son activos elegibles como garantías para las operaciones de financiación en el eurosistema.

Desde el comienzo de la crisis, el papel del BCE como proveedor de liquidez para entidades bancarias ha sido determinante para evitar el colapso del sistema, pero su intervención ha tenido y sigue teniendo un efecto muy negativo sobre el mercado. El descuento del BCE no solo permite un acceso prácticamente ilimitado a los bancos, siempre y cuando dispongan de colateral, sino que provee la liquidez a un coste que prácticamente anula cualquier incentivo para acudir al mercado. En las primeras fases de la crisis se produjo una apelación masiva al BCE y las entidades ponderaban el perjuicio que podría derivarse de transmitir una imagen de debilidad y excesiva dependencia del BCE. Ciertamente, el corto plazo de la liquidez obtenida del BCE es un elemento de riesgo, pero parece que las entidades bancarias y el mercado en general consideran que actualmente es poco probable que dicha fuente de liquidez pueda desaparecer de manera súbita.

La evolución del mercado de titulaciones no se puede entender sin hacer referencia los *covered bonds*. Se trata en ambos casos de productos respaldados por activos que son alternativas cercanas tanto para los emisores como para los inversores. En el Gráfico 2 se muestra el saldo vivo de titulaciones en Europa junto al de *covered bonds*. Se puede apreciar, además de la reducción global del saldo vivo, la pérdida relativa de importancia de la titulización.

Gráfico 2. Saldo vivo de titulización y *covered bonds* Europa. En miles de millones de euros



Fuente: EMF-ECBC, AFME (los datos de CB incluyen alguna jurisdicción no europea).

Pero además de los efectos propios de la crisis, hay otra razón de importancia que explica la caída de las emisiones de titulización, en Europa en general, pero especialmente en España, si nos centramos en los activos hipotecarios. La razón es su desventaja regulatoria y de gestión, frente a las cédulas hipotecarias. La emisión de estas está limitada por la disponibilidad de préstamos hipotecarios «elegibles» y, en consecuencia, las entidades bancarias han de conservar

dichos préstamos para emitir cédulas⁵. Se trata en ambos casos de instrumentos respaldados por activos, pero con diferencias estructurales fundamentales: en la titulización los flujos proceden de los activos y no hay recurso al cedente; por el contrario, en las cédulas la cartera de activos solo actúa de garantía y el recurso es en primer término al emisor y en segunda instancia a la cartera. Pero además hay otra diferencia operativa muy importante: mientras la emisión de cédulas prácticamente no requiere gestión, la titulización conlleva costes, internos y externos, relativamente altos. Y hay una tercera diferencia fundamental para los inversores a favor de las cédulas, además de su sencillez (son tipo *bullet*), en tanto que *covered bonds*, tienen un trato preferente regulatorio en las normas de solvencia, liquidez y descuento en el BCE, lo cual favorece su demanda, también potenciada por los programas de compra mediante los que se articula el QE⁶. En consecuencia, se ha reducido la titulización de préstamos hipotecarios «elegibles». Por otra parte, cuando se hace, prácticamente en todos los casos lo es para retener los correspondientes bonos para su descuento en BCE. Téngase en cuenta, además, que la obligación de retener riesgo por parte del originador de una titulización, que más adelante comentamos, aproxima más esta a los *covered bonds*, es decir prácticamente limita su finalidad a la obtención de financiación, para lo cual compite en desventaja con las cédulas.

Otro factor que explica la caída de las emisiones de titulización en España es la desaparición de entidades, como consecuencia del proceso de consolidación del sector bancario. De casi un centenar de entidades bancarias activas en titulización antes de la crisis, en programas propios o multicedentes, muchas de ellas con emisiones recurrentes, se ha pasado a una escasa docena de entidades activas en el mercado. Actualmente solo los tres grandes grupos bancarios, Santander, BBVA y CaixaBank recurren de manera significativa a la titulización, junto con Popular, BCC-Grupo Cajamar y Banco Sabadell y un par de entidades de tamaño pequeño.

Los datos de titulización en España deben ser depurados de las operaciones denominadas «multicédulas». Aunque legal y técnicamente se trata de operaciones de titulización, pues se titilizan cédulas para agruparlas generando emisiones de mayor volumen y calidad, desde un punto de vista económico y regulatorio se consideran *covered bonds*. En el Gráfico 3 se muestran los datos de emisión en España de títulos con respaldo hipotecario: titulizaciones hipotecarias, cédulas hipotecarias y multicédulas.

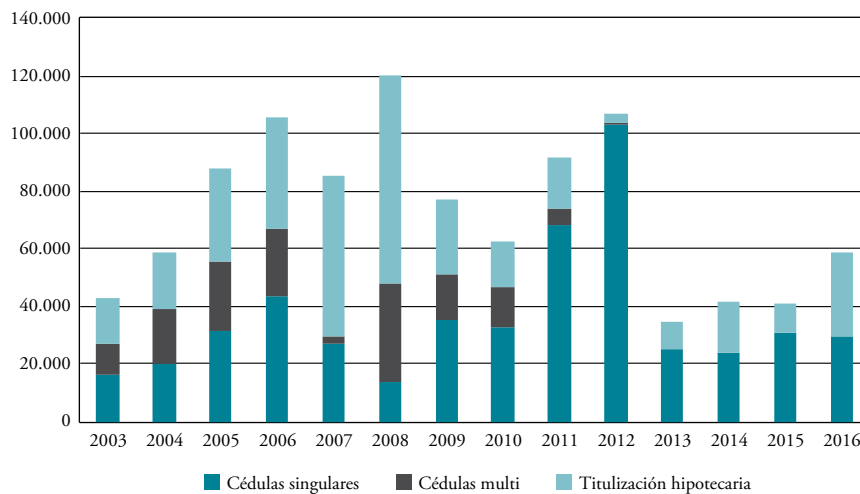
Las entidades bancarias españolas han continuado realizando operaciones de titulización de préstamos a pymes y préstamos consumo. Como en el caso de las hipotecas, en su mayoría se ha tratado de operaciones retenidas y, en todos los casos, renunciando a la posibilidad de cesión efectiva de riesgo. La reducción de capital regulatorio mediante técnicas de titulización se orienta hacia operaciones sintéticas, es decir sin transferencia de activos, y su colocación se realiza en entorno privado. En España dos entidades han realizado recientemente operaciones con préstamos a pymes exclusivamente con el propósito de reducir consumo de capital. En

⁵ Los requisitos están recogidos en Real Decreto 716/2009, de 24 de abril. Los más importantes son que se trate de primeras hipotecas y que su LTV sea inferior al 80 % en el caso de residenciales y del 60 % en el caso de comerciales.

⁶ *Quantitative Easing* en referencia a la política monetaria expansiva de los bancos centrales. Las cédulas, en tanto que *covered bonds*, son elegibles para el *Covered Bond Purchase Program* del Banco Central Europeo actualmente en su tercer ciclo (CBPP3). También existe un programa de compra de titulizaciones, más reciente y de menor importe (ABSPP).

ambos casos se trata de estructuras sintéticas y no se ha utilizado la legislación de titulización. A pesar de ello, las operaciones se pueden considerar dentro del ámbito de las técnicas de titulización. Pues, en definitiva, requieren el aislamiento de la cartera de referencia (no su separación jurídica) que debe ser monitorizada por un tercero independiente, al tiempo que un agente de cálculo determina los pagos que desencadenan los eventos de fallido o cualquier otro elemento que se haya podido pactar en el contrato de cobertura de riesgo, típicamente mediante un *credit default swap* (CDS).

Gráfico 3. Emisiones con respaldo hipotecario colocadas y retenidas. En miles de millones de euros



Fuente: AIAF. Elaboración propia.

También se ha realizado alguna operación de tipo privado con cartera de préstamos a pymes diseñada para el Banco Europeo de Inversiones. No obstante, esta alternativa, por las exigencias de selección de activos, tiempos y costes, no ha proliferado.

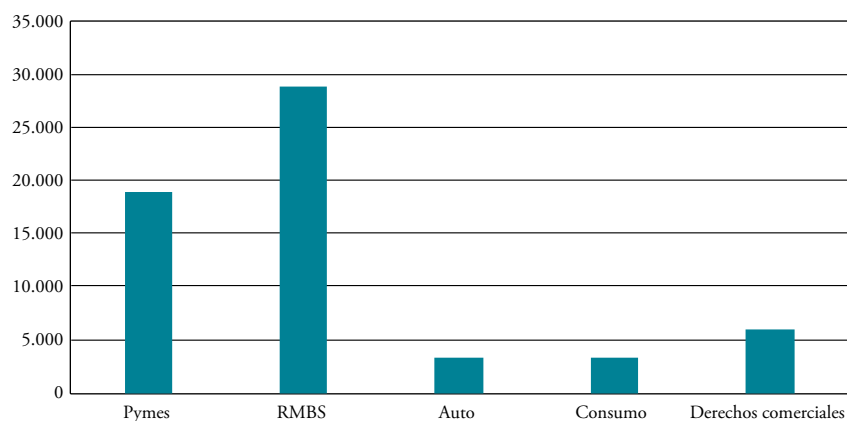
En el último año, la presión para titular y retener emisiones para la póliza de descuento en BCE ha aumentado como consecuencia del TLTRO⁷. Este programa permite a las entidades financiarse a plazo medio y bajo determinadas condiciones de reinversión, a tipos negativos. Esto explica buena parte de las emisiones que se han producido recientemente, pues se requiere colateral para acudir al programa.

En particular, las financieras de automóvil están siendo una importante fuente de operaciones tanto a nivel europeo como español. Este segmento sí está apelando al mercado de financiación, aunque casi exclusivamente con los tramos senior y de corto plazo.

⁷ El *Targeted Long Term Refinancing Operations*, dirigido a incentivar el crédito a pymes, reduce el coste de financiación de las entidades a -40 pb si incrementan la concesión en términos netos.

En el Gráfico 4 mostramos de manera resumida las 33 operaciones de titulización públicas realizadas en España en los dos últimos años, por parte de las entidades bancarias y establecimientos financieros de crédito. Como reflejo de la concentración actual del mercado y el escaso número de participantes, el 70 % del volumen ha sido realizado por los respectivos grupos de Santander, BBVA y Caixa. El resto se reparte entre tres entidades bancarias de tamaño medio, dos pequeñas y tres establecimientos financieros del sector del automóvil.

Gráfico 4. Titulizaciones públicas en España (2015-2016). En miles de millones de euros



Fuente: CNMV. Elaboración propia.

Resumiendo este apartado, esperamos que las entidades bancarias sigan acudiendo como primera opción al mercado de cédulas cuando requieran financiación a medio y largo plazo. Simultáneamente seguirán realizando operaciones de titulización retenidas, utilizando préstamos hipotecarios, fundamentalmente «no elegibles», pymes y consumo para disponer de liquidez a corto plazo procedente del BCE y para participar en los programas TLTRO, si estos se amplían. Dudamos que en el futuro inmediato el mercado de titulización sea suficientemente atractivo para colocar operaciones con dicho tipo de activos, frente a la alternativa BCE. No obstante sí se espera que acudan al mercado entidades sin acceso a BCE, por ejemplo con préstamo automóvil y tarjetas. En cuanto a la cesión de riesgo para reducción de consumo de capital regulatorio, creemos que se realizará por vía privada, en algunos casos utilizando fondos de titulización y en otros mediante estructuras sintéticas al margen de estos, y de la supervisión de CNMV.

Por lo que se refiere a las multicédulas, y por las mismas razones que las operaciones de titulización con múltiples cedentes, consideramos que son un producto que difícilmente volverá al mercado, excepto quizás de manera muy esporádica en el segmento de cajas rurales.

2.2. Titulización de préstamos procedentes de originadores no regulados

En este apartado hacemos mención a operaciones de titulización para determinadas actividades de crédito realizadas por entidades no bancarias y que tampoco tienen necesariamente la naturaleza de entidades de crédito en general. Típicamente, se trata de plataformas que requieren financiación para la concesión de créditos de bajo importe para consumo y pymes. Estas entidades operan con una estructura reducida y su política de concesión se basa en potentes sistemas de tratamiento de datos y *scoring*. Excepto por su menor tamaño, las operaciones de titulización para estas plataformas no difieren estructuralmente de las operaciones realizadas para entidades bancarias. Sin embargo, precisamente por su reducido tamaño, estas operaciones no pueden soportar los costes que implica una operación en oferta pública listada en un mercado oficial. Por esta razón, en el caso español, estas operaciones aunque se articulan igualmente mediante fondos de titulización, limitan su distribución a inversores cualificados, de manera privada o listándolas en una plataforma de negociación tipo MARF⁸. Este procedimiento de emisión permite acceder al mercado con bonos estándar a todos los efectos y queda a discreción del originador la decisión de obtener una calificación crediticia o limitarse al informe de crédito requerido por el citado mercado. Esta fórmula de emisión supone una significativa reducción de costes y menores exigencias administrativas, lo cual hace viable la titulización a originadores y operaciones de reducido tamaño⁹.

2.3. Titulización de facturas y pagarés

En este segmento, cada vez más activo, se encuadran operaciones de dos tipos. Por un lado, originadores de facturas compradas a terceros, en definitiva una actividad de *factoring* sin recurso que requiere financiación. Por otro, empresas que por su actividad acumulan facturas en su activo y se plantean la titulización como alternativa a su descuento a través de un *factoring*. Es decir, titulización para financiar una actividad de *factoring* o para sustituirla. Esta actividad típicamente bancaria también es realizada por empresas no bancarias y empieza a ser financiada mediante operaciones de titulización, siendo quizás el mejor ejemplo de *shadow banking*.

En el caso de los operadores de *factoring* sin respaldo bancario, la titulización de las facturas, en la mayoría de los casos mejorada con algún tipo de garantía o seguro, les permite acceder a una financiación a costes competitivos alternativa al uso de deuda. En el caso de empresas que por su actividad disponen de una cartera de clientes con una calidad de crédito contrastada, la titulización les permite construir su propio mecanismo de descuento, a través de un vehículo de uso exclusivo. En ambos casos, facturas de terceros o facturas propias, la titulización permite dos alternativas de financiación: 1) corto plazo, cercano a la vida media

⁸ Mercado Alternativo de Renta Fija.

⁹ Hasta la fecha se han constituido en España 41 fondos no listados en mercado oficial, además de 5 FAB que entrarían en la misma categoría. De ellos se han extinguido 29.

de la cartera de facturas, construyendo un programa de pagarés, es decir un ABCP¹⁰; o 2) una financiación a medio plazo utilizando las facturas en un procedimiento *revolving*. En el primer caso la financiación queda sujeta a las condiciones del mercado durante la vida del programa, en el segundo queda asegurada durante el plazo del bono.

2.4. Titulización para empresas

La titulización no es exclusiva de las entidades financieras: las empresas también pueden disponer de derechos susceptibles de ser titulizados. El caso más habitual son las facturas o derechos de cobro a corto plazo de otra naturaleza, resultado de su actividad y ya disponibles en balance. En efecto, la titulización de derechos de cobro a corto plazo, resultantes de ventas realizadas o servicios ya prestados, es una alternativa de financiación para aquellas empresas que disponen de una cartera de tamaño y recurrencia suficientes. En muchos casos el riesgo de crédito de los clientes puede ser mejor que el de la propia empresa y esto, a través de la titulización de los derechos, permite a la empresa acceder al mercado en mejores condiciones que con su propio nombre. Como hemos mencionado en el apartado anterior, la financiación se puede estructurar en formato de programa de pagarés o mediante deuda a medio plazo, en ambos casos actuando como emisor el vehículo de titulización. Ya existen operaciones de este tipo en el mercado español MARE.

Otra vía de financiación para empresas es la titulización de flujos futuros procedentes de actividades recurrentes. Los más habituales son los procedentes de alquileres, peajes, producción de energía, suministro de agua, etc. La obtención de recursos cediendo a terceros la totalidad o parte de dichos flujos, a través de un vehículo, es una alternativa a su pignorción en una financiación bancaria. Recientemente hemos asistido a la refinanciación de parques fotovoltaicos mediante este procedimiento. La similitud de este tipo de financiación con un *project bond* es muy elevada, siendo una ventaja la utilización de un fondo de titulización como vehículo frente a una sociedad mercantil, por su sencillez, flexibilidad, mayor seguridad jurídica, y sujeción a supervisión, tanto el vehículo como la sociedad gestora encargada de su vigilancia y administración.

2.5. Otros usos de la titulización

Los fondos de titulización son el instrumento idóneo para situar determinados activos para inversores que buscan una separación jurídica segura en un ente fiscalmente neutral y la flexibilidad que otorga quedar al margen de la legislación de sociedades. Estos fondos, siempre de naturaleza privada, es decir no listados en mercado oficial, son estrictos *pass-through*; en general trasladan a un único bono la totalidad de los flujos procedentes de los activos. La facilidad

¹⁰ *Asset Backed Comercial Paper*.

de transmisión del activo, transmitiendo el bono que lo representa a través del vehículo, es una ventaja añadida, que en muchos casos aconseja constituir tantos fondos de titulización como activos existan, siempre y cuando tengan estos un tamaño que permita absorber los costes de su administración en vehículos separados. Este tipo de titulización es utilizada para operaciones de *direct lending* por parte de entidades no bancarias (fondos, compañías de seguro, etc.).

Dentro de esta categoría de actividades de titulización pueden encuadrarse los denominados FAB (*fondos de activos bancarios*) que pueden ser constituidos con activos procedentes de Sareb.

También se utilizan fondos de titulización «privados» (no listados) para trasladar activos de jurisdicción. El vehículo es un estricto *pass-through* que facilita el traslado de los activos, en forma de bono, para ser titulizados en otro mercado. Esta ha sido una práctica habitual para realizar operaciones multijurisdiccionales.

3. Normativa comunitaria

Hasta aquí nos hemos referido a algunas cuestiones que han caracterizado el mercado de titulización en el pasado reciente, especialmente afectado por las consecuencias y reacciones derivadas de la crisis financiera. La gravedad, extensión y profundidad de la crisis, ha dado lugar a importantes cambios en la regulación existente y a la introducción de una nueva en ámbitos financieros que se consideran especialmente vinculados a la inestabilidad vivida. Este es sin duda el caso de la titulización.

3.1. Qué es titulización

La Comisión Europea, en el contexto de *Capital Markets Union*¹¹, está promoviendo nueva normativa aplicable a la titulización (en adelante *Propuesta de Reglamento de Titulización*)¹². La propuesta tiene en cuenta iniciativas tanto de ámbito global (BIS-IOSCO)¹³ como europeo (EBA)¹⁴. Como se recoge en la preceptiva Justificación, incluida en la Ficha Financiera Legislativa que acompaña a la propuesta presentada al Parlamento Europeo por la Comisión para su aprobación, el objetivo es «reactivar un mercado de titulización sostenible para mejorar la financiación de la economía de la UE al tiempo que se garantiza la estabilidad financiera y la protección de los inversores. Para revitalizar el mercado, la propuesta se centra en eliminar el estigma que pesa sobre las titulizaciones, aumentar la coherencia y la normalización en el

¹¹ *Capital Markets Union* es una iniciativa de la Comisión Europea para movilizar capital en Europa, con el objetivo de que llegue a las compañías, incluidas las pymes, y a los proyectos de infraestructuras, favoreciendo la creación de empleo.

¹² Propuesta de Reglamento del Parlamento Europeo y del Consejo por el que se establecen normas comunes sobre la titulización y se crea un marco europeo para la titulización simple, transparente y normalizada, y por el que se modifican las Directivas 2009/65/CE, 2009/138/CE y 2011/61/UE y los Reglamentos (CE) n.º 1060/2009 y (UE) n.º 648/2012.

¹³ *Basel Committee on Banking Supervision Board of the International Organization of Securities Commissions. Consultative Document. Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*. Issued for comment by 13 February 2015.

¹⁴ *EBA Report on Securitisation Risk Retention, Due Diligence and Disclosure under Article 410(1) of the CRR* EBA-Op-2016-06. 12 April 2016.

mercado y establecer un marco normativo más sensible al riesgo»¹⁵. Esta justificación esconde toda una declaración de principios: la titulización ha sido causante de inestabilidad financiera y está estigmatizada, pero es importante para la financiación de la economía; es un producto de alto riesgo del que deben ser protegidos los inversores y, por tanto, debe ser regulada, simplificada y estandarizada. Más adelante volveremos sobre estos principios que justifican la propuesta, ahora vayamos sobre su contenido.

La Propuesta de Reglamento se articula en dos partes: por un lado, una normativa sobre diligencia debida, retención de riesgo y transparencia, aplicable a todas las titulizaciones y, por otro lado, la definición de una categoría especial de titulización, «simple-transparente-estándar» (STS, por su siglas en inglés), que por sus características pueda ser privilegiada regulatoriamente y, por ello y por sus propias cualidades, ser favorablemente acogida por los inversores. La propuesta viene acompañada de cambios en la normativa de capital regulatorio para quienes inviertan en titulizaciones.

Como primer paso, la Propuesta define qué se considera titulización a efectos de esta regulación. Esta no es precisamente una cuestión menor, pues la delimitación a efectos de esta normativa no coincide con la de los instrumentos legales y financieros propios de la titulización. En efecto, hay operaciones que por su fundamento económico y estructura legal, pertenecen al ámbito de la titulización o, al menos, al de las técnicas de titulización, pero quedan fuera de esta normativa. Al mismo tiempo, otras que típicamente no son consideradas como titulización, quizás deberían ser incluidas. Esta cuestión es importante, pues estar incluido en esta norma supone estar sujeto a un severo régimen de obligaciones, restricciones y sanciones.

Lo curioso de la cuestión quizás sea a qué ha quedado reducida la definición de titulización. De acuerdo con el Reglamento, se considera titulización «una operación o un mecanismo mediante el cual el riesgo de crédito asociado a una exposición o conjunto de exposiciones se divide en tramos, y presenta las dos características siguientes: a) los pagos de la operación o el mecanismo dependen del comportamiento de la exposición o conjunto de exposiciones; b) la subordinación de los tramos determina la distribución de pérdidas durante el período de vigencia de la operación o del mecanismo»¹⁶. Siendo resbalosa la definición de «tramo» y de amplia cabida la de «dependencia de los pagos en el comportamiento de la exposición», no es difícil encontrar operaciones de financiación que no se sabe muy bien si habría que ubicarlas dentro o fuera de esta normativa. Por ejemplo, no se les escapará a quienes conozcan el mundo de los «bonos de proyecto» que su estructura puede tener grandes similitudes con una operación de titulización de flujos futuros. Curiosamente, a efectos de las obligaciones de consumo de capital, no se consideran titulización las operaciones utilizadas para financiar activos físicos, aunque la estructura de la exposición contenga tramos¹⁷. Esto, que excluye a la mayoría de las operaciones de titulización de flujos futuros (alquileres, peajes, facturación de energía, etc.), quizás sea consecuencia de entender, como hace el considerando inicial de la Propuesta de

¹⁵ Página 61 de la versión en español de la Propuesta de Reglamento. En todo caso, recomendamos la lectura de la versión en inglés.

¹⁶ Artículo 2 del Reglamento.

¹⁷ Reglamento (UE) n.º 575/2013 del parlamento europeo y del consejo de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012.

Reglamento, que «la titulización consiste en operaciones que permiten a un prestamista, que suele ser una entidad de crédito, refinanciar un conjunto de préstamos o exposiciones, tales como préstamos para bienes inmuebles, arrendamientos de automóviles, préstamos al consumo o tarjetas de crédito, mediante su transformación en valores negociables. El prestamista agrupa y re-empaqueta una cartera de préstamos, y los clasifica en diferentes categorías de riesgo para diferentes inversores, dando así a los inversores la posibilidad de invertir en préstamos y otras exposiciones a los que normalmente no tendrían acceso directo. Los rendimientos para los inversores se generan a partir de los flujos de efectivo de los préstamos subyacentes. Es decir, una definición restrictiva que solo hace referencia a cierto tipo de activos y originadores y para la que la existencia de tramos de riesgo es determinante. Una definición quizás deudora de una lectura con cierto sesgo sobre la responsabilidad de la titulización en la última crisis financiera. En todo caso, si lo que vale es el articulado y no los considerandos de la Propuesta, la definición de titulización aplicable a efectos de este Reglamento no está acotada, ni excepciona activos; por tanto, si esto no es atribuible a una deficiencia en la redacción del reglamento, hay que entender que aplica a un universo mucho mayor que el que habitualmente se entiende como de operaciones de titulización, al tiempo que se deja otras muchas fuera.

En el caso español, que tiene una legislación específica de titulización, la aplicación de la norma tampoco es inmediata¹⁸; la constitución de un fondo de titulización no supone que la operación a efectos de la normativa comunitaria sea considerada necesariamente como titulización. Y, en la mayoría de los casos, el elemento distintivo acaba siendo exclusivamente si determinado elemento de mejora de crédito incluido en la estructura debe ser interpretado como tramo de riesgo. Entiéndase la fragilidad de la argumentación, pues cualquier garantía no dejará de ser un mecanismo de absorción de un tramo de riesgo.

En el caso de las operaciones más estándar realizadas por las entidades de crédito, la consideración de una operación de financiación como titulización a efectos de la normativa europea, es relativamente irrelevante, pero es de máxima importancia cuando se trata de las operaciones, cada vez más frecuentes, de otros originadores que quieren utilizar las técnicas y la legislación de titulización para financiarse.

3.2. Normas aplicables a todas las titulizaciones¹⁹

La normativa aplicable a todas las titulizaciones (según la definición del Reglamento) se centra en tres cuestiones: exigencia de un mayor nivel de transparencia a los titulizadores (originadores, promotores y administradores de los vehículos de titulización); incremento en las obligaciones de diligencia debida a los inversores y, finalmente, mejora de su protección exigiendo retener riesgo a los originadores. En lo que se refiere a la protección a los inversores, la normativa busca evitar situaciones de desalineamiento de intereses entre originadores e in-

¹⁸ Título III de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial.

¹⁹ Artículos 3, 4 y 5 de la Propuesta de Reglamento.

versores, propias de modelos «originar-para-distribuir». Dicho de manera más directa, evitar situaciones en las que los originadores se desentienden del comportamiento de las posiciones que han creado por haber cedido si no la totalidad sí la parte fundamental del riesgo. Así, la norma impone la obligación de retener una porción significativa del riesgo de la exposición a los activos titulizados e informar sobre ello a los inversores. La retención ha de ser continuada y en ningún caso podrá cubrirse el riesgo, ni de manera directa ni indirecta. Corresponde realizar la retención al originador o al promotor, según los casos, y cuando estos sean meramente instrumentales, a los prestamistas originales. Actualmente la retención mínima exigida es el 5 %, pero pasará al 10 % si la propuesta actual prospera. Quedan excluidas las exposiciones que estén garantizadas de manera total, incondicional e irrevocable por autoridades públicas. La norma establece en qué modalidades puede realizarse la retención.

Hay que resaltar que la obligación de retención lo es para cualquier operación de titulación sujeta a este Reglamento, independientemente de cuál sea el destino de la misma. Es decir, no es su colocación entre inversores sujetos a regulación prudencial (entidades de crédito, compañías de seguros, instituciones de inversión colectiva, etc.) lo que obliga al originador a practicar retención de riesgo, sino el hecho de que se trata de una titulación de acuerdo con la definición del Reglamento. De hecho, este insta a los Estados miembros a establecer un régimen de sanciones por su incumplimiento, al margen de consideraciones sobre las consecuencias sobre los inversores²⁰. Estos, por su parte, tienen regulada su limitación a invertir en titulaciones que cumplan con el requisito de retención, y tienen su propio marco sancionador. En caso de que, estando expuestos a titulaciones, en algún momento se dejara de cumplir la obligación de retención, verían penalizado su consumo de recursos propios. En definitiva, el inversor está sujeto a unas condiciones cuyo cumplimiento no depende exclusivamente de él. Esta circunstancia, en caso de incumplimiento, puede desencadenar un reparto de responsabilidades no precisamente fácil de resolver.

La norma, quizás poco elaborada, impide que una operación de titulación de ámbito de colocación estrictamente privado, por ejemplo entre entes no sujetos a regulación prudencial, esté eximida del requisito de retención de riesgo. La única vía para evitar este requisito es salir de la definición de titulación estructurando el riesgo sin tramos. Curiosamente, a *sensu contrario*, una operación «técnicamente» de titulación y estructurada con un único tramo no requeriría retención de riesgo, y podría colocarse a inversores sujetos a regulación prudencial, pues, «normativamente», no sería titulación. No será una sorpresa la aparición de titulaciones en el mercado con tramos de riesgo estructurados al margen del vehículo de titulación, con el exclusivo propósito de sortear la obligación de retención, además del resto de requisitos que impone el Reglamento.

Por lo que se refiere a los requisitos de «diligencia debida», el Reglamento exige a los inversores sujetos a regulación prudencial y a las instituciones de inversión colectiva que, antes de invertir, verifiquen toda una serie de elementos relativos a sus exposiciones. Deben verificar que el originador concede los créditos mediante procedimientos y criterios adecuados. También

²⁰ Artículos 15 al 17 del Reglamento.

que aquel cumple el requisito de retención de riesgo y ofrece el nivel de información que se establece en el Reglamento. Además de verificar lo relativo al originador, también deben evaluar la operación en proporción a sus riesgos: los relativos a la exposición, a sus activos subyacentes y los propios de la estructura de la operación. La intensidad de la verificación solo podrá ser menor si se tratara de una exposición a una titulización STS, a la que más adelante nos referimos. Pero las obligaciones del inversor no se limitan a las citadas verificaciones. Además, debe establecer, por escrito, los procedimientos utilizados para las verificaciones previamente mencionadas. Debe someter los flujos y garantías de las exposiciones a ejercicios de estrés. Debe garantizar que la dirección del ente inversor dispone de suficiente información sobre los riesgos de la exposición y, *last but not least* debe poder demostrar a las autoridades supervisoras que tiene un completo y profundo conocimiento de las posiciones en todo momento.

Los requisitos de transparencia que se imponen a los originadores y a los vehículos de titulación todavía requieren precisión por parte de ESMA. Lo que se puede esperar, de acuerdo con lo ya establecido en el Reglamento, son aspectos que deben considerarse irrenunciables para un correcto conocimiento de las operaciones. No obstante, creemos que en la mayoría de los casos ya se cumplen y, en los que no sea así, consideramos que se trata de elementos que pueden ser puestos en práctica de manera rápida. Hay sin embargo dos aspectos polémicos. Uno es el grado de desagregación exigido a la información sobre las carteras de activos y otro la puesta a disposición de los inversores de los modelos que generan los flujos de pago de los vehículos de titulación. Es cierto que la disponibilidad de información a nivel de préstamo y de manera recurrente supone un plus de calidad que permite a los inversores más sofisticados realizar sus propios análisis de riesgo. Como es sabido, este nivel de información ya está disponible en la EDW²¹ para las operaciones que optan a descuento en BCE. Sin duda, la capacidad de poner a disposición de terceros dicha información tiene unas consecuencias muy positivas, al margen de las relativas a las operaciones en sí mismas, especialmente por el rigor que impone a las entidades originadoras. Solo por esta razón quizás deba exigirse que la información esté disponible a nivel de préstamo, pero no se deben dejar pasar por alto las consecuencias de obligar a desvelar determinada información comercial que las entidades lógicamente podrían considerar materia reservada. En definitiva, la total transparencia sobre la cartera puede ser excesiva a juicio de los originadores y seguramente innecesaria para los inversores. Diremos una obviedad: no siempre más es mejor.

La otra cuestión controvertida es la obligación de poner los modelos de generación de flujos a disposición de los inversores. Es cierto que esta obligación acabará siendo exigible exclusivamente, en todo caso, a las titulaciones STS, pero esta exigencia es un puro disparate incluso para dichas operaciones. Es de temer que quienes proponen esta exigencia quizás no tengan experiencia en la gestión de vehículos de titulación, pero lo que es más preocupante es que parecen no valorar la complejidad de poner a disposición de terceros (cualquiera es un inversor en potencia) modelos que necesariamente tienen que ser específicos de cada operación y que, excepto en sus trazos más gruesos, son una maquinaria de precisión sujeta a una gran variedad

²¹ La *European Data Warehouse* almacena y pone a disposición de los inversores la información préstamo a préstamo que suministran periódicamente los administradores de las operaciones de titulación. Suministrar dicha información es un requisito para que las operaciones sean descontables en BCE.

de contingencias. Por supuesto que los inversores deben poder conocer todos y cada uno de los elementos que afectan a los flujos de su inversión, para eso están los folletos de emisión, pero otra cosa es que se ponga a su disposición el modelo de cálculo para que lo puedan operar de manera autónoma. Solo un indeseable grado de estandarización, que sería muy dañino para el desarrollo de la titulización, permitiría hacer viable, que no deseable, esta exigencia.

En cualquier caso, sea cual sea el grado de transparencia exigido, sí es un elemento positivo que en cada operación de titulización deba existir un ente responsable de poner la información relevante a disposición de los inversores y de las autoridades supervisoras. Y que dicha disponibilidad lo sea de forma gratuita y a través de web. Dicho ente deberá ser capaz de responder cualquier pregunta relativa al funcionamiento del vehículo y elaborar proyecciones de comportamiento de los activos y pasivos, bajo hipótesis estándar. En el caso español esta función la cumplen actualmente las sociedades gestoras de los fondos de titulización, creemos que de manera muy satisfactoria, al menos para los actuales estándares del mercado europeo.

Podemos resumir este apartado de exigencias como un catálogo de buenas prácticas al que es difícil plantar oposición, excepto en la concreción de algún apartado, pues difícilmente se puede discutir la conveniencia de principios como la transparencia, el rigor en el análisis de riesgo y la erradicación de actividades de originación y venta irresponsable de posiciones. No obstante, el regulador debe ser consciente de que un mal cálculo de la intensidad con la que se trata de mitigar los innegables riesgos que anidan en este mercado, más que revitalizarlo lo pueden matar. Más adelante volveremos sobre este argumento, pero antes vayamos sobre esa nueva categoría de titulizaciones que ha de merecer un estatus privilegiado por la regulación.

3.3. Titulizaciones STS²²

La categoría de titulizaciones STS se define a través de los tres conceptos que le dan nombre: sencillas, transparentes, normalizadas (estándar), que se entienden como lo opuesto a complejas, opacas y de riesgo (más bien deberíamos decir atípicas). Estos conceptos se refieren a la estructura de la titulización y no a la calidad de crédito subyacente de los activos, aunque en algún caso esto no es exactamente así.

La «sencillez» no es precisamente un concepto objetivo ni fácil de definir, especialmente cuando se refiere a estructuras de titulización. En este caso, se considera que una titulización es (jurídica y estructuralmente) sencilla si los activos están libres de cualquier tipo de afectación o pignoración a favor de terceros (*not encumbered*) y han sido transferidos de manera efectiva a un vehículo separado, o hay un compromiso de transferencia sujeto a condiciones muy precisas referidas al deterioro del vendedor. Por tanto, quedan al margen las operaciones sintéticas, pues no se transfieren activos. Además, la sencillez como cualidad requiere en este caso que

²² En marzo de 2016 un nutrido grupo de participantes en el mercado de la titulización publicó una nota conjunta comentando la propuesta de titulizaciones STS de la Comisión Europea. Puede consultarse en: [www.leaseurope.org/uploads/documents/PSC/Industry %20Paper %20on %20Securitisation--STS %20and %20CRR %20letter.pdf](http://www.leaseurope.org/uploads/documents/PSC/Industry%20Paper%20on%20Securitisation--STS%20and%20CRR%20letter.pdf).

los activos no estén en situación de fallido y que hayan sido seleccionados mediante criterios precisos de elegibilidad y sin discrecionalidad; además, han de ser resultado de la actividad y procedimientos habituales del originador; y pertenecer a una clase de activos homogéneos, contractualmente robustos y con pleno recurso a los deudores. Quedan excluidos instrumentos derivados y retitulaciones, por entender que el encadenamiento de estructuras dificulta el análisis; por tanto, entre otros, se evitan los temidos CDO «al cuadrado» que se considera fueron auténticas bombas de relojería al comienzo de la crisis. En este apartado de «sencillez», la norma, de manera contradictoria con su declarada limitación a aspectos estructurales, también entra en el riesgo de las exposiciones, imponiendo que la capacidad de pago de los deudores no dependa «sustancialmente» de la venta de los activos subyacentes y que, al menos, se haya realizado el pago de una cuota en el momento de la transferencia. Convendría aclarar aquí que la titulación, excepto en algún caso marginal, siempre ha sido un producto financiero para el mercado institucional, es decir, nunca ha ido dirigido a inversores particulares. Así, aun aceptando que la capacidad de análisis de algunos inversores institucionales pudiera ser limitada, quizás no sea necesario que la norma pretenda una definición muy precisa de qué significa «sencillez» a estos efectos. Especialmente si se les está exigiendo a los inversores para cualquier exposición a una titulación unos niveles de análisis como los que hemos referido más arriba.

Lo relativo a la transparencia es más fácilmente objetivable. La norma exige que las operaciones garanticen la disponibilidad de datos históricos de fallido y pérdida, y de información de comportamiento del subyacente, seguramente préstamo a préstamo, accesible a los inversores a través de un esquema parecido a la EDW. Además, deberá haber una verificación de la cartera por parte de un tercero independiente, mediante técnicas de muestreo con niveles de confianza del 95 %. Asimismo, los inversores deberán tener acceso a los modelos que generan los *cash flow* de las operaciones, una cuestión que ya hemos comentado. Como también ya hemos mencionado previamente, nada se debe objetar a la mejora de la transparencia en las operaciones de titulación, pero quizás se deba ponderar la conveniencia de exigir la puesta a disposición de los inversores de los modelos de *cash flow* que manejan los administradores de los vehículos.

El concepto de operación estándar también puede presentar dificultades a la hora de ser concretado mediante criterios objetivos. Entre otros requisitos las operaciones deberán disponer de mecanismos de mitigación de riesgo de interés y divisa, referencias de mercado para los tipos variables, en su caso, *triggers* de *call* y de suspensión de incorporación de nuevos activos en operaciones abiertas, procedimientos de actuación para los fallidos y criterios para la pronta resolución de posibles conflictos entre inversores, entre otras cuestiones.

Como hemos mencionado, el objetivo perseguido por la definición de esta categoría de operaciones de titulación STS es poder privilegiarla a efectos regulatorios de cara a los inversores, por entender que la definición de una vía «segura» de titulación es un paso imprescindible para la recuperación del mercado y que la recuperación de este es a su vez imprescindible para la financiación de determinados sectores de la economía. Es de agradecer que en la definición no haya referencia alguna a los *ratings*, algo impensable en el pasado, pero la verdad es que no

está claro que lo que necesite la titulización sea esta regulación. En realidad, el problema de la regulación que introduce la UE, y en particular la de esta nueva categoría de operaciones de titulización, las STS, es que está construida sobre bases poco firmes y, así, no es raro que su mastodóntica maquinaria acabe creando algo de dudosa eficacia para los fines que se persiguen y que, en el mejor de los casos, podría ser innecesario.

De entrada, en buena medida el contenido de la Propuesta de Reglamento es directamente contradictorio con su intencionalidad. En los propios términos de la Comisión, «esta propuesta está destinada a dos objetivos principales: 1) eliminar el estigma de los inversores y las desventajas normativas para los productos de titulización simples y transparentes; 2) reducir/eliminar los costes de funcionamiento excesivamente elevados para los emisores e inversores»²³.

No es posible que alguien piense que esta propuesta abarata los costes de funcionamiento a emisores e inversores, ni que las desventajas normativas de la titulización no sean otra cosa que producto de los propios miedos y decisiones de los reguladores, pues los datos de fallido en Europa si exhiben algo es la fortaleza de los productos de titulización durante el transcurso de la crisis. Parece como si no se tuviera en consideración que, para los inversores, lo relevante no es el comportamiento de los activos sino el de los títulos en los que invierten, y el de estos está condicionado (positivamente) por los mecanismos de mejora de crédito que incorporan todas las operaciones. La realidad es que las pérdidas causadas por los instrumentos de titulización en Europa durante la crisis han sido marginales. Y respecto al supuesto estigma, más un problema de los reguladores que de los inversores, ¿en qué se manifiesta? La razón por la que durante los últimos años se han colocado pocas emisiones en el mercado no es exclusivamente el retraimiento de la demanda (que lo ha sido por otras razones), es más el escaso incentivo de los originadores frente a la alternativa del descuento en BCE y la competencia de los *covered bonds*. Estos son mucho más sencillos para emisores y originadores y tienen un tratamiento privilegiado regulatoriamente, además de programas especiales de compra por parte de BCE desde casi el comienzo de la crisis²⁴. En esta alternativa radica una buena parte de la explicación de la caída de las emisiones de titulización, especialmente cuando la posibilidad de ceder riesgo ha sido prácticamente eliminada del mundo de la titulización y lo será aún más cuando entre en vigor el incremento en la obligación de retención de riesgo.

Como criterio general de economía legislativa, la dosis de cualquier regulación debería ser proporcional a la dimensión del problema que pretende mitigar. Ciertamente, si se considera que la titulización en general y cierta titulización en particular fueron una de las causas de la crisis financiera, teniendo en cuenta la dimensión y consecuencias de la crisis, seguramente habría una justificación para la intensidad con la que la Comisión aborda la cuestión de su regulación. Si además se considera que la complejidad, la opacidad y la atipicidad de las operaciones desincentiva la demanda de manera determinante, quizás también esté justificada la regulación. Pero la realidad creemos que es otra; el colapso de los mercados que inició la crisis, los casi inmediatos problemas de liquidez de las entidades de crédito, los posteriores de

²³ Ficha Financiera de la Propuesta de Reglamento.

²⁴ Nos referimos a los CBPP.

solvencia, el excesivo apalancamiento de intermediarios de títulos (*conduits*, SIV y otros) y de riesgos (las aseguradoras *monoline*) y, en términos globales, el excesivo endeudamiento, no los causó la titulización: la titulización estuvo allí, pero no fue la causa. El pánico desatado por la ausencia de mercado para los productos de titulización que produjo un inmediato hundimiento de precios, es comprensible, pero la causa última de dicho pánico no fue el comportamiento de los riesgos intrínsecos al producto titulización sino determinados elementos de la organización del mercado y, no nos olvidemos, el tsunami de *downgrades* de las agencias de calificación, resultado fundamentalmente de sus súbitos cambios de «metodología»²⁵. La titulización exige más transparencia y más rigor en el análisis de sus riesgos, seguramente más que otros instrumentos de financiación (;más que los bonos de UBER?); además, nunca podrá disponer de un mercado profundo y líquido, por la relativa heterogeneidad de las emisiones, pero, insistimos, lo que dicen los datos es que se ha comportado de manera extraordinariamente positiva desde el punto de vista del pago de sus compromisos: al contrario de la percepción que se ha extendido por la sociedad²⁶.

Toda la normativa europea de titulización y esta Propuesta en particular albergan otra contradicción. Al tiempo que se alaba el papel de la titulización como instrumento de dispersión de riesgo y de liberación de su peso en los balances de las entidades de crédito, se establecen unas condiciones de retención que prácticamente eliminan la posibilidad de su transferencia a terceros. La justificación, se ha dicho muchas veces, es desincentivar el modelo «originar-para-distribuir» que, ciertamente, tuvo un siniestro protagonismo en el mercado de EEUU y también algún caso similar de «malas prácticas» en Europa. Sin embargo, si se considera que la dispersión y cesión de riesgo es importante y la obligación de retención pretende evitar situaciones de des-alineamiento de intereses, quizás haya sido peor el remedio que la enfermedad. Quizás se debería haber atacado de manera directa los negocios de «originar-para-distribuir» y no dañar toda la actividad de titulización.

No obstante, una consecuencia positiva de esta regulación de titulización quizás sea que está aflorando un problema importante: la dificultad de que determinados instrumentos puedan cumplir simultáneamente funciones de financiación y de cesión de riesgo, especialmente si la financiación se pretende obtener en mercados, seguros, líquidos y en volúmenes significativos. Si la expansión de la titulización, de acuerdo con la actual regulación, requiere limitar de manera muy significativa la cesión de riesgo, simplificar las operaciones y estandarizarlas, pues quizás sea ese el único camino para apelar a un mercado que por su dimensión requiere estabilidad y seguridad, la respuesta es la negación del propio producto y su sustitución por estructuras más cercanas a los *covered bonds*. Es decir, financiación también con respaldo de activos, pero sin cesión de riesgo y sin dependencia de los pagos en los flujos procedentes de los activos. Para los activos actualmente incluidos en la legislación de *covered bonds*, en España préstamos hipotecarios elegibles, préstamos al sector público y préstamos a la exportación, la alternativa es inmediata. Para otro tipo de activos y cedentes se pueden diseñar estructuras

²⁵ También deberíamos incluir el efecto de la caída de los *ratings* de la aseguradoras *monoline* que provocaron la caída en cadena de la calificación de otras operaciones.

²⁶ Ver nota más arriba.

para garantizar bonos muy sencillos mediante carteras de activos jurídicamente separadas, por ejemplo, en vehículos de titulización. De hecho, nuestra legislación de titulización ya lo prevé. En otras palabras, utilícense técnicas de titulización para salir no solo del marco regulatorio de la titulización sino para acceder al mercado con instrumentos sencillos y estándar.

¿Y qué pasa con la cesión de riesgo de las entidades? Pues, como está ocurriendo ya, se realizará fundamentalmente mediante venta directa de carteras y a través de operaciones sintéticas, que podrán utilizar vehículos de titulización o no, pero que en ningún caso serán consideradas titulización a efectos de la regulación comunitaria. Operaciones prácticamente bilaterales, dirigidas a inversores especializados, en las que la liquidez de las inversiones no es un asunto relevante. Según datos de la EBA en 2015 se realizaron por originadores europeos 24 operaciones de titulización sintética por un importe total de 60.000 millones de euros. En 2016 dos entidades españolas, Santander y Caixa, realizaron operaciones sintéticas con préstamos a pymes.

Como conclusión consideramos que la regulación comunitaria de titulización contiene toda una serie de elementos que, objetivamente, desincentivan su uso por parte de los originadores, excepto quizás en el caso de las operaciones más estándar que puedan ser consideradas STS y sean utilizadas única y exclusivamente para obtener financiación, es decir con renuncia a cualquier cesión significativa de riesgo. El trato regulatorio privilegiado que recibirán estas titulizaciones y del que se beneficiaran los inversores sujetos a regulación prudencial puede generar una demanda que justifique su colocación en mercado. En todo caso no dejará de ser una demanda un tanto artificial.

Para otros activos y otros originadores prevalecerá la búsqueda de alternativas que eviten que las operaciones, aun utilizando técnicas de titulización, sean consideradas como titulizaciones a efectos de la normativa comunitaria.

3.4. *Las calificaciones crediticias*

La normativa sobre titulización y calificación crediticia merece un apartado propio²⁷. La posición de las autoridades europeas se sitúa en un difícil equilibrio entre el deseo de reducir la dependencia de los mercados en las calificaciones realizadas por las agencias de *rating* y la incapacidad de encontrar algo que, efectivamente, permita eliminar cualquier referencia o dependencia a las mismas, por parte de las autoridades en la normativa y por parte de las entidades del mercado en sus políticas de inversión. A las agencias de calificación se les ha asignado una cuota importante de responsabilidad en la crisis financiera; en buena parte por lo que se consideran errores derivados de sus metodologías y por los incurridos en el análisis de operaciones concretas; pero también por malas prácticas y por lo que se ha entendido como la perversa consecuencia de un modelo de negocio basado en el pago de la calificación por

²⁷ Reglamento (CE) n.º 1060/2009 sobre las agencias de calificación crediticia introducido por el Reglamento (UE) n.º 462/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de mayo de 2013.

quien es el propio sujeto de la opinión emitida por la agencia. Pero las autoridades también han acabado asumiendo su cuota de responsabilidad, en este caso como consecuencia de la centralidad asignada a las calificaciones crediticias en la regulación. El resultado ha sido una normativa que conjuga buenos deseos en cuanto a la pérdida de relevancia de las calificaciones, con una maraña de requisitos y limitaciones para la contratación, ejecución y mantenimiento de las calificaciones, cuyas consecuencias están por ver. Por el momento el «mercado» de las calificaciones sigue dominado por un escasísimo número de participantes que imponen sus condiciones de servicio y precio, pues la realidad es que no se ha producido una reducción significativa en la dependencia de la regulación y el comportamiento de los agentes del mercado en las calificaciones. El mercado sigue siendo un reducido oligopolio de entidades que, de hecho, hasta el momento, sigue favorecido por la regulación. Ciertamente, ahora su actividad está sujeta a normativa, fundamentalmente referida a procedimientos, que ha incrementado sus responsabilidades legales y, en consecuencia, sus costes, y esto en un mercado en recesión. Pero, precisamente la posición de oligopolio de las agencias, y en determinadas operaciones casi de monopolio de alguna de ellas, les ha permitido trasladar sus incrementos de costes a los clientes.

En lo que se refiere estrictamente a la titulización, la normativa comunitaria sobre el uso de calificaciones crediticias, como en los otros aspectos que hemos tratado, también es una fuente de controversia. Sin duda, el objetivo de la regulación es en última instancia la protección del inversor, pero las consecuencias en principio parecen ser negativas para el instrumento titulización. Como hemos citado, la norma, de manera exclusivamente declarativa, reclama a autoridades y participantes en el mercado un menor uso de las calificaciones crediticias, pero al tiempo, en el caso de la titulización exige dos calificaciones. En concreto la norma establece que cuando se trate de instrumentos de financiación estructurada, entre los que necesariamente deberemos incluir a los de titulización, no es posible una única calificación: al menos deberán ser dos y de agencias registradas²⁸. Es decir, dado que el mercado, a pesar de las recomendaciones reiteradas de las distintas autoridades, podría seguir actuando con una dependencia excesiva y automática en la calificación, la solución es o ninguna o más de una. El regulador considera que una única calificación, en principio, no es de fiar. Una vez más esto puede tener consecuencias importantes para determinadas titulizaciones. La realidad es que la mayoría de los inversores institucionales, a pesar de las recomendaciones de la normativa europea, siguen requiriendo que los productos estén calificados y, además, por alguna de las agencias de calificación más reconocidas. Por tanto, los originadores entienden que para acceder a determinados mercados y precios necesitan al menos una calificación. Sin embargo, especialmente en el caso de operaciones de tamaño reducido, pueden no ser viables, bien por el coste que supone obtener dos calificaciones o por el hecho de que pueden ser rechazadas por las agencias.

La solución, una vez más, es salir del marco de la regulación. También en este caso puede ser determinante que la operación no solo no sea considerada titulización sino que tampoco se considere financiación estructurada. De este modo el originador podrá optar libremente a apelar al mercado sin calificación o exclusivamente con una. Naturalmente, esto no siempre es

²⁸ Artículo 4 del Reglamento 462/2013.

posible y en otros casos obliga a arquitecturas jurídicas alambicadas, simplemente para sortear requisitos formales, en muchos casos, objetivamente, de escasa relevancia.

4. Conclusiones

La titulización procedente de entidades bancarias españolas se ha reducido drásticamente desde el comienzo de la crisis y sigue siendo realizada casi en su totalidad para disponer de activos para descuento en BCE. La colocación en mercado sigue siendo marginal. La titulización de préstamo automóvil y tarjetas de crédito está alcanzando cierta importancia. Otros segmentos de mercado comienzan a despegar, en particular la titulización de facturas y préstamos originados por plataformas no bancarias, utilizando el mercado MARF para reducir costes y simplificar procedimientos de emisión.

La nueva regulación comunitaria puede calificarse de excesivamente intervencionista, penalizadora en costes y procedimientos y, definitivamente, desincentivadora de la titulización, a pesar de ser su propósito el contrario. Solo las titulizaciones STS, por sus ventajas regulatorias, se verán favorecidas. Los bancos preferirán acceder al mercado mediante cédulas. Otros originadores buscarán fórmulas que eviten que las operaciones respaldadas por activos sean consideradas titulizaciones a efectos de la normativa comunitaria.