



FEDEA

FUNDACIÓN DE ESTUDIOS DE
ECONOMÍA APLICADA

JORGE JUAN, 46
28001 MADRID
TELS. 435 04 01 / 91
FAX: 577 95 75

LA TITULIZACIÓN EN ESPAÑA

por

Xavier Freixas*

y

Francisco J. Valero**

Documento 91-17

* Fundación de Estudios de Economía Aplicada (FEDEA)

** Analistas Financieros Internacionales (AFI)

El amplio desarrollo de la titulación a nivel mundial ha puesto de manifiesto las ventajas de esta técnica financiera. Su actual extensión al mercado europeo y su reciente desarrollo en el mercado francés hace que sea de interés plantear un análisis de los efectos de la titulación en el mercado español. Para alcanzar este objetivo, proponemos en este artículo una perspectiva global de las posibles ventajas derivadas de la titulación para las entidades financieras españolas, así como de sus limitaciones, ya sean jurídico-reglamentarias o relacionadas con las técnicas crediticias actualmente en rigor.

Dado que este trabajo versa sobre las posibilidades que tiene, en nuestro país, el proceso de titulación, es oportuno comenzar precisando el significado que tiene para nosotros este término, que no siempre se utiliza apuntando hacia las mismas realidades. En la sección siguiente proponemos una evaluación del volumen de activos susceptibles de ser titulados. A continuación analizamos las dificultades jurídicas y reglamentarias, así como los cambios necesarios para que la titulación pueda efectuarse como plena cesión de deuda. En una tercera sección evaluamos los beneficios potenciales de la titulación, y en la sección siguiente indicamos las limitaciones, a las que se enfrenta el proceso. Por último indicamos brevemente las posibilidades de titulación del crédito hipotecario, sector que se beneficia de una legislación particularmente favorable para el desarrollo de esta técnica financiera.

1. LA TITULIZACIÓN Y SUS CARACTERÍSTICAS BÁSICAS

La titulización puede definirse para los fines de este trabajo como el proceso mediante el cual activos del balance de una entidad pueden ser, generalmente previa su agregación y la modificación de algunas de sus características, vendidos en todo o en parte a los inversores en forma de títulos o valores negociables.

En este sentido, la titulización es una manifestación más del fenómeno de desintermediación financiera, en la medida en que permite la sustitución de la financiación intermediada a través de entidades bancarias por una apelación directa a los inversores finales, pero no se confunde necesariamente con toda la amplitud que puede derivarse de esta tendencia. Por tanto, no contemplamos aquí la titulización en un sentido tan amplio que incluya, como en Henderson y Scott (1988), el papel comercial como tal, simplemente porque puede sustituir a la financiación de procedencia bancaria. Otra cuestión distinta, como ocurre en los mercados financieros actuales, es que los títulos de una emisión concreta de papel comercial puedan corresponder a un proceso de titulización, a través de los programas denominados asset-backed.

En principio, la titulización no se encuentra limitada a una clase concreta de activos, a excepción, claro está, de aquéllos que ya son, por su propia naturaleza, negociables, o que pueden adquirir esta característica sin especial dificultad. Sin embargo, en este trabajo sólo vamos a referirnos a la titulización de activos financieros, representativos de algún tipo de crédito no negociable por sí mismo, dejando de lado la titulización de otro tipo de activos, como pueden ser las propiedades inmobiliarias de carácter comercial de una entidad. Esta última modalidad, que podría acogerse a la denominación de titulización no financiera, ha adquirido un cierto grado de desarrollo en Estados Unidos y Gran Bretaña -Henderson y Scott (1988), capítulo 5-, hasta el punto de hacer emerger mecanismos e instrumentos específicos.

En bastantes ocasiones, la titulización se concibe como limitada a aquellos casos en que los activos en cuestión desaparecen del balance de la entidad originaria de los mismos. Aún cuando esta circunstancia sea la más deseable en buena parte de los casos y

constituya la manifestación, en teoría, más avanzada de la titulización, existen también bastantes otros en los que tal desaparición no se produce, sin que por ello deje de ser aplicable la definición antes formulada. El que los activos desaparezcan del balance o no es fundamental a efectos de los distintos coeficientes que afectan a la actividad de las entidades financieras. Sin embargo, al ser posible la venta parcial de los derechos aferentes a los títulos, no debe descartarse la posibilidad de vender dichos derechos como títulos negociables sin que desaparezcan del balance.

Dicho de otra forma, la titulización que estamos considerando en este trabajo puede dar lugar a diversas manifestaciones concretas, con implicaciones muy distintas en cada caso, todas las cuales responden, en principio, a la idea general que hemos apuntado. Concretamente, con Pavel (1989) consideramos que la titulización puede adoptar tres tipos de estructuras básicas:

- pass-throughs, donde los activos son propiedad, generalmente a través de un vehículo financiero, de los inversores, de forma que dichos activos no figuran ya en el balance de la entidad originaria de los mismos, aún cuando ésta pueda gestionar, a cambio de una retribución, los flujos de caja que puedan proceder de ellos;

- títulos respaldados por activos (asset-backed), de forma que éstos siguen siendo propiedad de la entidad originaria de los mismos, sin perjuicio de que los flujos de caja correspondientes a los títulos emitidos estén garantizados, generalmente con un cierto margen de seguridad, por los procedentes de dichos activos;

- pay-throughs, donde de alguna forma se combinan características de las dos estructuras anteriores; en efecto, se trata de activos que permanecen en el balance de la entidad originaria cuyos flujos de caja se destinan directamente al servicio de los títulos emitidos, sin ser mera garantía de éstos.

Esta clasificación no excluye, desde luego, la combinación de las distintas formas de titulización: las Collateralized Mortgage Obligations (C.M.O.) son títulos de tipo asset-backed que tienen como respaldo títulos hipotecarios de tipo pass-through.

En términos de la nomenclatura bancaria española que más adelante

emplearemos, sólo la primera modalidad de titulización responde propiamente a una transferencia de activos, y, por tanto, saca a éstos del balance, mientras las dos últimas deben recogerse bajo lo que se conoce como participaciones en activos.

Mientras la primera modalidad de titulización es la que preferentemente tendremos en mente en este trabajo, no excluimos de antemano las dos restantes, ya que, al margen de aparente imperfección en cuanto al objetivo de hacer desaparecer los activos del balance, pueden ser bastante más complejas de realizar, lo que nos da pie para una nueva vertiente de nuestra concepción sobre la titulización: aquella que centra su atención en el desarrollo concreto del proceso, es decir, en su "tecnología".

Aunque no vamos a desarrollar esta perspectiva en este trabajo, dada la falta de desarrollo de la titulización en nuestro país en la actualidad debemos subrayar que las experiencias reales de titulización pueden conllevar, según los casos, un variado número de elementos y diversos tipos de instituciones, de modo que pueden dar lugar a operaciones de cierta complejidad, que, por eso mismo, suelen recogerse bajo el concepto, más general, de financiación estructurada, con el cual se intenta reflejar la idea básica de operaciones financiera que deben diseñarse a partir de otras operaciones básicas, en cada caso de forma específica para cumplir una determinada finalidad particular.

Las ventajas de esta modalidad de financiación son múltiples. En primer lugar, el proceso de titulización es permitir sacar del balance una serie de activos permite también disminuir el volumen de recursos propios necesarios para la operativa de la entidad considerada. Este tipo de recursos es el que tiene un coste más elevado, no sólo por exigir una remuneración del riesgo sino también porque dicha remuneración se hace después de impuestos. En segundo lugar, la titulización puede efectuarse de tal modo que los títulos creados tengan las características deseadas por los inversores: garantías, proporción de intereses y de amortizaciones anticipadas, etc. Para los fines de este trabajo, entendemos que no es necesario desarrollar en profundidad estos aspectos generales sobre la titulización, que, en todo caso, pueden consultarse en dicho tipo de obras.

No obstante, sí queremos destacar aquí un plano más general sobre la titulización, siguiendo la idea expuesta por Ross (1989) dentro de un contexto justificativo de la actividad de intermediación financiera. Para este autor existe un continuo

trasparencia-opacidad frente al mercado en los diversos activos financieros, de modo que la titulización puede concebirse en último término como un proceso por el que determinados activos inicialmente de alto contenido de opacidad para el mercado se hacen mucho más transparentes, en el sentido de que su valor pueda ser apreciado con cierta fiabilidad por el conjunto de los inversores, con todas las implicaciones que esto lleva consigo, pero también con las correspondientes exigencias.

En efecto, no todos los activos son igualmente susceptibles de ser puestos en una zona de transparencia con relativa facilidad. En muchos ejemplos de titulización, esta transparencia pasa, a modo de aplicación de la ley estadística de los grandes números, por la agregación de un cierto número de activos con determinadas características, de forma que las propiedades de la cartera resultante sean más estables y, en consecuencia, más susceptibles de ser conocidas con cierto grado de fiabilidad.

Por esta razón, como poníamos antes de manifiesto, la titulización puede tener gran importancia, no sólo por sí misma, sino también por la tecnología concreta, es decir, la ingeniería financiera, que la hace funcionar de forma efectiva en cada caso.

2. ACTIVIDAD CREDITICIA Y ACTIVOS TITULIZABLES EN ESPAÑA

Este apartado está dedicado, básicamente, al análisis de los activos titulizables en España, con una perspectiva centrada en la estimación de su volumen, a modo de indicador del alcance cuantitativo que puede adoptar la titulización en nuestro país en un futuro más o menos cercano. Aunque este análisis podría adoptar una perspectiva histórica, para el objetivo de este trabajo resulta suficiente con examinar la situación al término del último ejercicio disponible, 1990.

En principio, los activos titulizables pueden proceder tanto de entidades de crédito como de otro tipo de empresas. Sin embargo, las primeras tienen un importante incentivo adicional para proceder a la titulización en el hecho de que ésta puede hacer desaparecer del balance activos que ponderan en el coeficiente de recursos propios, y en consecuencia sustituir financiación sujeta al coeficiente de caja (transitoriamente también al coeficiente de inversión), mientras que las empresas de economía real no están sujetas

a priori a condicionantes semejantes. En la medida en que con este proceso se abarate o facilite la financiación de las actividades de economía real, la titulización termina beneficiando directamente a ésta. Por todos estos motivos, entendemos que, para los fines perseguidos, resulta suficiente centrar nuestra exposición en los activos que las entidades de crédito españolas puedan titular.

2.1. La actividad crediticia de las entidades de crédito

En España, el concepto de entidad de crédito no surge en su amplitud actual hasta la modificación del Real Decreto Legislativo 1298/1986, de 28 de junio, sobre adaptación del derecho vigente en materia de Entidades de crédito al de las Comunidades Europeas, efectuada en la Ley 26/1988, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de crédito. Tras dicha modificación, entidades de crédito son las pertenecientes a alguno de los siguientes grupos, de los cuales los dos primeros vienen teniendo, hasta ahora, una configuración tradicional en el sistema financiero español (aunque la reciente creación de la Corporación Bancaria de España, que coloca bajo una misma unidad entidades públicas actualmente pertenecientes a ambos grupos introduce un importante elemento de confusión entre ambos), mientras que el tercero no aparece como tal hasta el Real Decreto 771/1989, que regula la creación de nuevas entidades de este tipo:

- Crédito oficial;
- Sistema bancario (banca privada, cajas de ahorros y cooperativas de crédito);
- Entidades de ámbito operativo limitado (sociedades de crédito hipotecario, SCH; entidades de financiación, EF; sociedades de arrendamiento financiero, SAF; y sociedades mediadoras del mercado de dinero, SMMD).

El más importante de estos grupos para nuestros fines es el sistema bancario, con casi un 79 % del crédito concedido por las entidades recogidas en ellos, siendo también aquél sobre el que se dispone de mayor información, motivos por los cuales centraremos en él nuestra exposición. A su vez dentro del sistema bancario español, la importancia de las cooperativas de crédito es bastante reducida frente a la banca privada y

las cajas de ahorros, lo que justifica también que se posea menos información sobre las mismas. En términos del crédito total, las cooperativas de crédito sólo suponían un 2,9% del sistema bancario, frente al 62,6% de la banca y el 34,5% de las cajas.

No obstante, al margen de la importancia relativa de cada grupo de entidades crediticias, debe señalarse que su grado de intensidad en actividad crediticia sobre el activo total también resulta muy diferente en cada caso, especialmente si manejamos una cifra de activo total ajustada, minorando la parte del mismo frente a instituciones financieras. Con este criterio, las cooperativas de crédito son bastante más intensas (73,2%) en actividad crediticia que bancos y cajas (58,9% es la media del sistema bancario), hecho que todavía ocurre en mayor medida con el crédito oficial (79,1%, aunque en este caso debe tenerse muy en cuenta que casi un 30% del crédito corresponde a los sectores público y exterior) y, sobre todo, con las entidades de ámbito operativo limitado, a excepción, en razón de su objeto, de las SMMD. En efecto, en SCH, SAF y EF la actividad crediticia no baja del 92% del activo total ajustado. Esto quiere decir que, en relación a su tamaño, estas entidades son, en principio, las que presentan las mayores posibilidades relativas de titulización, que añadiría para ellas los efectos beneficiosos derivados de una mayor diversificación de sus activos. En la medida en que estas mismas entidades puedan tener una capacidad limitada de captación de recursos ajenos, disponen de incentivos adicionales para llevar a cabo una titulización.

El crédito concedido por el sistema bancario puede tener un triple destino, según se trate del sector privado, del sector público, o del sector exterior. A efectos de la titulización, el sector más importante, y el único en que nos fijaremos en adelante es el primero. Por un lado, el sector privado supone en la banca privada y las cajas de ahorros algo más del 91% del crédito total. Por otra parte, al margen de otras consideraciones vinculadas a la denominada "banca de relación" -que, por la especial conexión con el cliente, impiden o dificultan la cesión de los créditos sin contar con el prestatario-, en el sector público tiende a predominar más el crédito a interés variable, especialmente por parte de la banca privada, donde el 72% del crédito a este sector sigue esta modalidad (frente a poco más del 25% en el sector privado). En las cajas de ahorros, los porcentajes respectivos son menores, cercanos al 27% y el 13%. Evidentemente, mientras la titulización de los créditos a interés variable es perfectamente posible, aunque puede verse dificultada por la diversidad de formas existentes para reflejar la variabilidad de dicho interés, no cabe duda

que los incentivos a la misma se reducen como consecuencia del mucho menor coste de gestión del riesgo de tipo de interés a que se ven sometidos dichos créditos.

Por lo que se refiere al sector no residente, la mayor parte, superior al 60% en bancos y cajas de ahorros, está denominado en moneda extranjera, lo que, al margen de otras consideraciones derivadas de la localización del prestatario en territorios sometidos a una legislación distinta de la española, añade un riesgo de cambio que haría más compleja su hipotética titulización.

Entre bancos y cajas de ahorros se acumula un total de unos 22.000 miles de millones de pesetas en crédito al sector privado a tipos de interés fijos. Esta cantidad representa un 32,6% del activo conjunto de ambos grupos de entidades crediticias -excluyendo las transacciones internas a cada grupo- y un 41,9% de dicho activo una vez depurado de los activos frente a instituciones financieras. Sin embargo, esta cifra difícilmente puede servir de mucha orientación para nuestros fines, ya que no tiene en cuenta las características concretas de los distintos créditos, algunas de las cuales imposibilitarían o dificultarían sensiblemente su titulización en determinados casos. Por tanto, resulta necesario profundizar en la formalización y el destino de tales créditos. A estos niveles de detalle, no se dispone, sin embargo, de información relativa a la distinción entre créditos a tipo fijo y variable, por lo que no insistiremos más en esta dimensión.

2.2. Formalización y destino de la actividad crediticia de bancos y cajas de ahorros

Buena parte del crédito de bancos y cajas de ahorros al sector privado está formalizado en forma de efectos, tanto comerciales como financieros, suponiendo un 17,7% del total del mismo. Un porcentaje mucho menor, apenas un 1,3%, lo acumulan los anticipos sobre efectos comerciales y certificaciones, las adquisiciones temporales de activos y los créditos y préstamos participativos. Por último, algo menos de un 10% corresponde a otros créditos, la mayoría de los cuales son deudores a la vista. Al margen de su importancia relativa, por unas y otras razones, todos estos conceptos resultan menos susceptibles de titulización, si es que no lo son en absoluto por motivos de regulación.

Por tanto, nos quedan como grandes categorías del crédito al sector privado las siguientes: deudores con garantía real (26,8% del total), los préstamos personales

(24,1%) y las cuentas de crédito (20,2%). Dentro del primer grupo, se encuentran, como componente predominante, los créditos hipotecarios, que suponen por sí solos un 25,8% del crédito total de bancos y cajas. Aunque este tipo de créditos, a tenor de la experiencia de otros países, resultan en principio los más susceptibles de titularizar, no hay que olvidar que el resto del crédito al sector privado puede ofrecer un incentivo más acusado en dicha dirección, dada su, en general, mayor ponderación a efectos del coeficiente de solvencia.

No obstante, no todos los créditos con garantía hipotecaria son susceptibles de titularización. Por ejemplo, según datos del Banco Hipotecario de España, a finales de octubre de 1990, sólo un 55,5% de los créditos hipotecarios de bancos y cajas de ahorros son aptos para la cobertura de títulos hipotecarios. La aplicación de este porcentaje al total de los créditos de esta clase de bancos y cajas a finales de 1990 nos daría un importe algo superior a los 4.000 miles de millones de pesetas, equivalente a un 14,3% de los créditos totales de ambas entidades, cifra mucho más realista que la antes señalada. Para situar la trascendencia de esta cifra, debe señalarse que el importe total de capital y reservas de bancos y cajas de ahorros asciende a una cifra muy semejante a la que acabamos de mencionar, unos 3.915 miles de millones de pesetas, lo que quiere decir que, de ser posible la titularización en una cuantía como la apuntada, la misma podría aportar recursos equivalentes a la actual cifra de capital y reservas de las entidades afectadas.

Por lo que se refiere a la finalidad de los créditos, hay que tener en cuenta, por un lado, las actividades productivas (desarrolladas tanto por empresas societarias como por personas físicas), el 66,8% del total, y, por otro, el resto de la financiación a estas últimas, 26,6%, correspondiendo el remanente a instituciones sin fines de lucro y a créditos sin clasificar. Las consideraciones efectuadas anteriormente sobre la banca de relación son claramente más susceptibles de encontrarse dentro del primer grupo de créditos, mientras que en el segundo tiene mayor aplicación la ley de los grandes números y, por tanto, el principio de diversificación estadística de los riesgos asumidos, que juega un papel importante en la mayoría de las experiencias de titularización realizadas en otros mercados.

Por esta razón, podemos tomar como primera referencia el total de la financiación sin finalidad productiva a las personas físicas de bancos y cajas, que supone unos 7.500 miles de millones de pesetas, más de la mitad de los cuales (53,4%) se destinan a la financiación de la vivienda propia, en estrecha relación, por tanto, con los préstamos

con garantía hipotecaria. De hecho dicha financiación supone una cifra cercana a los 4.000 miles de millones antes manejados. Parte de esta financiación -un 33,8% a septiembre de 1990, según datos del BHE- corresponde a viviendas de protección oficial y, por tanto, no está formalizada en las condiciones de tipos de interés vigentes en su momento en el mercado, lo que no quiere decir que no pueda estarlo posteriormente.

Además de la financiación de la vivienda, las personas físicas se endeudaron frente a bancos y cajas de ahorros por un total de 1.850 miles de millones para la adquisición de bienes y servicios, tanto duraderos como corrientes. En principio, no hay, a priori, razones especiales para suponer que estos créditos no estén formalizados en las condiciones de mercado vigentes en su concesión.

En definitiva, la mencionada financiación de las personas físicas apunta a una cifra de activos titulizables que, aunque algo superior a la antes mencionada, puede considerarse, en todo caso, bastante próxima a la misma, especialmente si se tiene en cuenta que en esta ocasión no se ha considerado, por falta de datos al respecto, una discriminación tentativa entre activos susceptibles de titulización y aquéllos en que la misma no es posible, o plantea dificultades especiales.

La estimación aquí realizada constituye, básicamente, un intento de proporcionar una cifra potencial razonablemente fundada en los datos actualmente disponibles. Sin embargo, la realización de este potencial en nuestro país en el inmediato futuro se encuentra condicionada por dos elementos fundamentales, con estrecha conexión entre sí.

En primer lugar, la titulización sería, en buena parte, una auténtica novedad en nuestro sistema financiero, lo cual exigiría un cierto proceso de adaptación y difusión, posiblemente bastante largo. En este sentido, hay que recordar que las experiencias actuales sobre titulización en Europa -incluso en el caso de Gran Bretaña, país donde dichas experiencias han cobrado mayor desarrollo- no han sido muy boyantes hasta la fecha, ya que apenas se ha empezado a aprovechar una parte muy pequeña de todo el potencial de activos titulizables.

En segundo término, no hay que olvidar que el posible éxito de la

titulización en nuestro país, como ya sucedió en su momento en Estados Unidos, puede ser el principal apoyo para una extensión de su marco de actuación, de forma que, por ejemplo, ante las ventajas que se deriven de su hipotética titulización, los préstamos de las entidades de crédito tiendan a formalizarse, cada vez más, en las condiciones que permitan la incorporación, si llega el caso, a la misma en las condiciones más favorables; por ejemplo, mediante una adecuada normalización en sus cláusulas, condiciones y documentación. En definitiva, la titulización se irá concibiendo como una opción latente susceptible de ir asociada a las operaciones crediticias, cuyo valor potencial posiblemente justifique el pago de un cierto precio a través de la normalización de las mismas.

En el momento actual, no cabe ninguna duda que la fuerza dominante es la primera de las mencionadas, de forma que la titulización en España tiene un largo trecho que recorrer antes de que pueda llegar a cubrir una parte importante del potencial que hemos estimado anteriormente. Como en otros campos de la regulación financiera, a la vista de que otros países de nuestro entorno han dado ya importantes avances en la materia, esta realidad justifica la provisión cuanto antes de la normativa adecuada que permita el despegue y posterior desarrollo de la titulización, ya que cuanto más tarde se haga, menos experiencia -en definitiva, menos ventaja competitiva- van a tener sobre el terreno las entidades españolas.

2.3. Titulización y cajas de ahorros

El análisis que hemos efectuado tiene también una posible vertiente adicional, la relativa a la diferente propensión a la titulización de los bancos y las cajas de ahorros, a primera vista mayor en éstas últimas entidades. En efecto, las cajas de ahorros poseen casi las dos terceras partes de los créditos hipotecarios de ambos grupos de instituciones. Dicho de otra forma, las cajas de ahorros presentan en su balance créditos de esta clase por un importe equivalente al 19% de su activo total, porcentaje que sube hasta el 24% si excluimos de éste los saldos frente a entidades financieras. En la banca privada, en cambio, las cifras respectivas son sensiblemente más bajas: 5,7% y 7,3%.

A una conclusión parecida llegaríamos si nos centráramos en la financiación a las personas físicas, excluyendo la de finalidad productiva, un 56,9% de la cual corresponde a las cajas de ahorros del total de éstas y los bancos, representando un 16,7%

de su activo total, frente a sólo un 7,5% en el caso de los bancos.

Esta mayor propensión a priori de las cajas de ahorros a la titulización coincide con sus menores posibilidades de captar recursos propios en el mercado de forma suficientemente atractiva, ya que la vía de las cuotas participativas, hoy por hoy, al margen de la experiencia concreta de la Confederación Española de Cajas de Ahorros - que carece de validez como muestra, ya que sus cuotas sólo las pueden adquirir las cajas confederadas, carece de virtualidad efectiva en nuestro país. Precisamente Jack Revell (1989), en su conocido informe sobre la situación de las cajas de ahorros en España y Europa propone la titulización (págs. 37-39) como uno de los mecanismos con que pueden contar las cajas a la hora de buscar recursos propios adicionales.

Sin menospreciar esta línea de razonamiento, el carácter regional, provincial, o incluso local, pese a las fusiones registradas recientemente, de buena parte de las cajas de ahorros actuales no constituye, sin embargo, un elemento muy positivo en favor de la titulización, en la medida en que los criterios más extendidos postulan generalmente la necesidad de un importante grado de diversificación geográfica de los activos sometidos a la misma para que los títulos correspondientes sean suficientemente bien valorados en términos de su calificación crediticia. Aunque ésta no se maneje como condicionante explícito en el caso español, situación poco razonable a tenor de las experiencias de otros sistemas financieros y de la necesidad de hacer las emisiones atractivas a los inversores extranjeros, parece lógico esperar que, más tarde o más temprano, el inversor termine aprendiendo a valorar emisiones de este tipo con criterios análogos a los manejados habitualmente en esta materia por las principales agencias de rating del mundo.

3. NORMATIVA GENERAL SOBRE TITULIZACIÓN EN ESPAÑA

En este apartado pretendemos pasar revista a los condicionantes normativos generales que pesan actualmente sobre el posible desarrollo de procesos de titulización en España, dejando de lado, por ahora, la problemática que plantea la regulación específicamente hipotecaria, que se analiza en otro apartado de este mismo trabajo.

La característica básica de la normativa española actual en este terreno puede resumirse en su falta de preparación para acoger sin problemas el fenómeno de la

titulización, por lo que resulta necesario construir primero un adecuado marco jurídico que permita su desarrollo.

Las principales áreas normativas actuales que pueden afectar a las posibilidades de titulización en España las podemos centrar en los siguientes extremos:

- la transmisión o transferencia de créditos,
- la normativa mercantil que limita la financiación de sociedades mediante deuda en forma de títulos,
- la regulación de las instituciones de inversión colectiva,
- la fiscalidad,
- la normativa bancaria en materia de recursos propios y su tratamiento a nivel de grupo consolidado.

Dentro de esta lista no figura la legislación sobre el mercado de valores, ya que la Ley que la sustenta - concebida en cierta forma como Ley marco- no define propiamente el concepto de valor, o, más precisamente, el de valor negociable, por lo que de la misma no se desprende, en principio, ningún condicionante sustantivo en esta materia.

3.1. Cesión de créditos

En lo que se refiere al primer punto de los enumerados anteriormente, hay que tener en cuenta que la titulización consiste básicamente en la movilización de unos activos, en forma de créditos no negociables por sí mismos, mediante títulos que son adquiridos por inversores. Este proceso se encuentra, por tanto, condicionado por las disposiciones legales que afectan a la cesión de créditos, y particularmente las que recogen al respecto el Código Civil y el Código de Comercio, aunque la normativa de mayor importancia y de aplicación más directa en el ámbito de las entidades de crédito, independientemente de su menor rango legal, sea la elaborada por el Banco de España.

Las disposiciones en materia de cesión de créditos del Código Civil (arts. 1.526 a 1.530 y 1.535) y del Código de Comercio (arts. 347 y 348) responden básicamente al supuesto de un crédito individualizado y sin cambio de su naturaleza, y no a una transferencia simultánea de un conjunto de ellos, con una posible transformación de los

misimos en forma de títulos. Por ejemplo, el primero de los artículos aludidos establece que la cesión de un crédito no tiene los mismos efectos contra terceros si la misma se recoge en documento público o privado, de forma que sólo en el primer caso dichos efectos están claramente establecidos desde la formalización de la cesión. Resulta evidente que sí, con vistas a un proceso de titulización sin ambigüedades, cada transferencia de créditos debe reflejarse en documento público, el proceso resulta más rígido, lento y costoso. Un segundo artículo que puede afectar particularmente a dicho proceso, es el 1.528, según el cual la venta o cesión de un crédito comprende la de todos los derechos accesorios, como la fianza, hipoteca, prenda o privilegio. Si tenemos en cuenta que la efectividad plena de algunos de estos derechos, como es el caso de la hipoteca, exige pasar por la anotación de la transmisión en el correspondiente registro, tenemos otro elemento de rigidez en el proceso.

Como ya hemos advertido, la regulación detallada más importante de la cesión de créditos en España, fuera del ámbito hipotecario, se contiene en la Circular 22/1987, del Banco de España, sobre balance, cuenta de resultados y estados complementarios, reformada en esta materia por las Circulares 13/1989 y 20/1989. Dicha regulación es particularmente relevante para nuestros fines por cuanto refleja una lógica preocupación por diferenciar claramente aquellos supuestos en que la cesión de activos no produce la baja de éstos del balance, dando lugar a las denominadas participaciones en activos, de aquellos otros en que tal baja sí se produce, originando las transferencias de activos propiamente dichas, que se reflejan en cuentas de orden. La necesidad de distinguir nítidamente ambos supuestos surge, más que de una cuestión de mero reflejo en el balance, de la existencia o no de algún tipo de riesgo residual para la entidad cedente, de modo que en este último caso no se obvie su computabilidad a efectos de coeficientes bancarios. De ahí que las transferencias de activos estén sujetas a un régimen riguroso de condiciones, que dificultan la puesta en práctica de un proceso pleno de titulización.

Para que las cesiones de activos sean consideradas como transferencias, aquéllos, o las cuotas sobre los mismos, se tienen que transmitir íntegramente con todos sus riesgos y derechos, de forma que, como regla general, se requiere el cumplimiento de las condiciones sustantivas siguientes:

- 1.- deberán transmitirse todos y cada uno de los derechos de los que sea titular el cedente, tanto sobre el principal como sobre sus productos y accesorios,

incluyendo los derechos de defensa legal y administración o gestión;

2.- los activos se transmitirán por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato original;

3.- cuando los activos no se instrumenten en un título negociable por naturaleza, o cuando se cedan cuotas de un título negociable, la cesión se recogerá en documento escrito, que comprenderá los extremos necesarios para hacer efectivas las condiciones aquí reseñadas; el documento se acompañará de una copia del contrato o título objeto de cesión;

4.- los contratos de cesión especificarán que el cedente no asume responsabilidad por impago del deudor, sea del principal, sea de los intereses de la deuda; asimismo, especificarán que en caso de renegociación del activo cedido, o de sus vencimientos, la modificación de condiciones afectará al cesionario del activo;

5.- el cedente no otorgará garantías o avales, ni incurrirá en pactos de recompra opcionales, en el documento de cesión o fuera de él, ni de cualquier forma asumirá responsabilidad que asegure el buen fin de las operaciones;

6.- el cedente no podrá asumir el compromiso de anticipar fondos al cesionario antes de recibirlos del deudor, sea por el principal o por los intereses;

7.- no se prohibirán ulteriores cesiones del activo, ni se condicionarán al consentimiento previo del cedente;

8.- cuando los activos no se instrumenten en un título negociable por naturaleza, la cesión se comunicará al deudor del activo objeto de la cesión;

9.- los activos instrumentados en documento público se transferirán mediante documento que tenga este carácter;

10.- en el supuesto de que el cesionario encargue al cedente la administración y la defensa legal del activo cedido, ello se hará mediante mandato

revocable.

En todo caso, no se considerarán transferencias las cesiones que recaigan sobre contratos de crédito en cuenta corriente, o de cuantía ajustable periódicamente; o sobre préstamos u otros activos en cuyo contrato original se prohíba la cesión a terceros.

Las participaciones en activos se definen, en general, negativamente respecto a las anteriores, recogiendo, incluso, aquellas transferencias de activos donde el cesionario sea una sociedad perteneciente al grupo de la entidad de depósito, consolidable o no, que no esté sometida al coeficiente de caja, o un fondo de inversión mobiliaria cuya sociedad gestora esté controlada por dicho grupo, apartado que no se aplica a las operaciones basadas en deuda del Estado anotada, o en los demás valores negociables cuando la cedente actúe como vendedora en un mercado secundario oficial.

La Circular 4/1991. del Banco de España, sobre normas de contabilidad y modelos de estados financieros de las entidades de crédito, que entra en vigor el 1 de enero de 1992, recoge, en lo sustancial, esta regulación. No obstante, en lo que se refiere a las transferencias desaparecen las exigencias 8 y 9 anteriores.

Esta misma norma establece que las participaciones hipotecarias (Ley 2/1981) serán consideradas transferencias cuando satisfagan los criterios establecidos, a excepción del recogido bajo el número 10 anterior. Además, el primero de dichos criterios se entiende cumplido sin perjuicio de los derechos que la regulación del mercado hipotecario confiere al cedente en relación con la administración y defensa del crédito cedido.

3.2. Endeudamiento en forma de títulos

La normativa mercantil española pone ciertos límites a la financiación de sociedades mediante títulos de deuda, de los que están expresamente exceptuadas las entidades de crédito por la Ley 26/1988, lo cual puede condicionar las posibilidades de la titulización a través de dos vías. En primer lugar, la posible efectividad de tales límites en una sociedad concreta puede constituir un incentivo adicional a una cesión de sus activos que permita mayores recursos financieros. Sin embargo, el aspecto que más nos interesa

aquí es el que se refiere a la constitución de vehículos especiales para llevar a cabo una titulación que, en último término, se traduzca en una transformación de activos de deuda no negociables en títulos, ya que éstos constituyen endeudamiento del citado vehículo y, por tanto, sujetos en principio a tales límites, lo que puede condicionar la efectividad de determinadas formas sociales para constituir los mencionados vehículos.

En primer lugar, la Ley de Sociedades Anónimas al regular la emisión de obligaciones establece en el art. 282 de su texto refundido la posibilidad de "emitir series numeradas de obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda, siempre que el importe total de las emisiones no sea superior al capital desembolsado, más las reservas que figuren en el último balance aprobado y las cuentas de regularización y actualización de balances, cuando hayan sido aceptadas por el Ministerio de Economía y Hacienda".

Mientras esta limitación puede disminuir, en principio, la utilidad de la figura de la sociedad anónima a la hora de constituir vehículos financieros con fines de titularizar activos, hay que tener en cuenta que la propia Ley (art. 284) permite dejarla de lado cuando la emisión este garantizada totalmente:

- por medio de hipoteca mobiliaria o inmobiliaria;
- con prenda de valores que deberán ser depositados en un Banco oficial o privado;
- con garantía del Estado, de Comunidad Autónoma, Provincia o Municipio;
- con aval solidario de Banco oficial o privado o de Caja de Ahorros.

En la práctica, y por razones obvias, los procesos de titulación van asociados a diversos esquemas de garantía o aseguramiento de los activos que los originan, por lo que las disposiciones anteriores no deben considerarse especialmente restrictivas, aún cuando sí que afectan a la forma que deben adoptar tales esquemas. En particular, apuntan a la conveniencia de que los poderes públicos garanticen, como sucede en Estados Unidos, las emisiones de títulos respaldados por ciertos activos que puedan considerarse de interés social a estos efectos, como las hipotecas para adquisición de la vivienda habitual.

El resto de las formas sociales están sometidas a limitaciones de alcance similar al indicado por la Ley 211/1964, de 24 de diciembre, sobre regulación de la emisión

de obligaciones por sociedades que no hayan adoptado la forma de anónimas, asociaciones y otras personas jurídicas.

3.3. Instituciones de inversión colectiva

Ante los problemas que plantea la legislación mercantil general, podría pensarse en la posibilidad de utilizar como vehículo de la titulización una institución de inversión colectiva (IIC) de carácter financiero. Esta posibilidad está vedada actualmente, tanto para las IIC tipificadas en la legislación actual en esta materia (Sociedades de Inversión Mobiliaria y Fondos de Inversión) como para las no tipificadas en la misma, en razón de las fuertes, y lógicas, limitaciones que pesan sobre el grado de diversificación y negociabilidad de sus inversiones, así como sobre sus posibilidades de endeudamiento. Por ejemplo, las Sociedades y Fondos de Inversión deben tener, al menos, el 90% o el 80%, respectivamente, de su activo invertido en valores negociados en mercados organizados, o solicitada su admisión a uno de ellos.

Todo esto conduce a la conclusión de la necesidad de una legislación específica para regular las instituciones susceptibles de ser vehículos apropiados para los procesos de titulización, tal y como se ha hecho en Francia, en forma de unos fondos especiales, cuya principal diferencia con respecto a los fondos de inversión usuales es la lógica imposibilidad de exigir a uno de tales fondos el reembolso anticipado de las participaciones, debido a la falta de liquidez de los activos titulizados.

3.4. Fiscalidad

En lo que se refiere a la normativa fiscal, el vehículo que pueda utilizarse para llevar a cabo una titulización estará sujeto, como cualquier otra entidad jurídica, al Impuesto sobre Sociedades, no siéndole aplicable, en principio, un tratamiento favorable semejante al que disfrutaban en España los fondos de inversión y las sociedades de Inversión cuyas acciones coticen en Bolsa (aún más beneficioso desde la Ley de Presupuestos Generales para 1991), que debería extenderse, en su caso, a los fondos especialmente creados para esta finalidad (En Francia tales fondos no están sometidos al Impuesto de Sociedades).

El Reglamento de este Impuesto, aprobado el 15 de octubre de 1982, no contiene, en general, disposiciones específicas que puedan condicionar la titulización, aunque, a la hora de enumerar los ingresos computables de una entidad, incluye expresamente (art. 91) los procedentes de la cesión de bienes y derechos a terceros cuando el sujeto pasivo se reserve, total o parcialmente, la titularidad de los mismos. Por tanto, la legislación fiscal española sólo reconoce la posibilidad de titulización con cesión completa de activos como forma de que la misma no tenga efectos en este impuesto para el cedente de dichos activos después de realizar la misma.

Al margen de los impuestos aplicables al vehículo a través del cual se efectúa la titulización, también hay que tener en cuenta los que afectan a los inversores en los títulos resultantes de dicho proceso. En nuestro caso, nos interesa resaltar, en primer lugar, que, según la Ley 14/1985, sobre régimen fiscal de determinados activos financieros, entre los rendimientos gravados y sujetos a retención se incluyen, en principio, de forma expresa (arts. 1 y 3) las primas de emisión y de amortización, y en particular la diferencia entre el importe satisfecho en la emisión, primera colocación o endoso y el comprometido a reembolsar al vencimiento, en aquellas operaciones cuyo rendimiento se fije, total o parcialmente, de forma implícita a través de letras de cambio, pagarés, bonos, obligaciones, cédulas o cualquier otro título similar de captación de recursos ajenos. Cuando la permanencia del título en la cartera del inversor sea inferior a la vigencia del título, se computará como rendimiento la diferencia entre el importe de la adquisición o suscripción y el de enajenación o amortización. En general, no se computarán los rendimientos negativos, salvo en casos muy concretos.

Esta disposición podría afectar directamente a los procesos de titulización, ya que los flujos de caja derivados de los intereses de los créditos movilizados no reflejarán, en general, los tipos de interés vigentes en el mercado en el momento de la emisión de los títulos correspondientes, por lo que la retribución expresa que representan éstos deberá completarse, en el caso de que dichos tipos sean más altos, con un diferencial de precios a favor del inversor, posiblemente en forma de descuento sobre el valor nominal de los títulos. De mantenerse éstos hasta el vencimiento, dicho diferencial estará sujeto a imposición, lo mismo que las posibles transmisiones de dichos títulos, en la medida en que generen rendimientos positivos, por haber aumentado su precio.

Al margen de las consideraciones puramente fiscales, la situación que acabamos de indicar no representa el entorno más apropiado para una titulización desde el punto de vista de la entidad cedente, ya que la misma implicará en buena lógica que ésta debe ceder los activos con una pérdida sobre su valor contable, precisamente porque su rentabilidad explícita está por debajo de la vigente en el mercado en el momento de la cesión. La necesidad de asumir dicha pérdida puede por sí sola desanimar en ocasiones la titulización de estos activos, reduciendo la relevancia práctica del problema señalado.

Este régimen fiscal resulta bastante engorroso, no estimulando la negociabilidad de los títulos implicados en el mercado secundario, contradiciendo, para el tema que nos ocupa, el objetivo primordial de la propia titulización. No obstante, la Disposición Adicional 9 de la Ley 26/1988, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito, suavizó de forma apreciable la trascendencia de este problema, en lo que se refiere a la generalidad de la obligación de retención en este terreno, al establecer la aplicación para los títulos representativos de la captación de recursos ajenos del régimen general de los rendimientos explícitos, "cuando el efectivo anual que produzcan en esta naturaleza sea igual o superior al que resultaría de aplicar el tipo de interés que, a este efecto, se fije en la Ley de Presupuestos Generales del Estado o, en su defecto, el interés legal del dinero en el momento de la emisión", aunque en las condiciones de emisión o amortización se hubiese fijado de forma implícita otro rendimiento adicional. La Ley 18/1991, que reforma el Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas reproduce esta misma filosofía (art. 37, 2, c).

Es decir, si los valores en que se plasma un proceso de titulización de créditos ofrecen un tipo de interés anual superior al mínimo establecido, sólo los cupones resultantes están sujetos a retención, sin necesidad de someter a la misma las diferencias positivas de precios que se puedan originar por transmisiones o amortizaciones de los mismos.

Como complemento a las disposiciones anteriores, el Real Decreto-Ley 5/1989 sometía a retención "los rendimientos del capital mobiliario, cualquiera que sea su naturaleza, satisfechos por una Entidad financiera a un tercero, como consecuencia de la transmisión, cesión o transferencia, total o parcial, de un crédito titularidad de aquella". No obstante, de acuerdo con la Ley 14/1985, no están sometidos a retención los intereses y

comisiones de préstamos, que constituyan ingreso de una entidad financiera. Al margen que el concepto de entidad financiera no incluye expresamente, hoy por hoy, a los vehículos de titulización, esta disposición no afecta a ésta como tal, ya que los rendimientos de los títulos, en general, están sujetos a retención, como hemos visto.

3.5. El coeficiente de solvencia de las entidades de crédito

La normativa bancaria actual en materia de recursos propios deberá modificarse en breve, tras la aprobación de las Directivas 89/299/CEE (recursos propios) y 89/647/CEE (coeficiente de solvencia), cuya entrada en vigor está prevista para el 1 de enero de 1993. No obstante, esta normativa comunitaria constituye, básicamente, una regulación de mínimos, susceptibles de ser reforzados al alza por las autoridades nacionales, lo que puede justificarse en el hecho de que los recursos propios como se deduce de la evidencia comparada de distintos países, no deben contemplarse sólo en términos de una obligación onerosa de cumplir, sino también de una potencialidad de signo positivo, lo que puede reflejarse, por ejemplo, en el mayor grado de confianza que puedan despertar los países o entidades cuyos recursos sean superiores a los mínimos exigidos. Por consiguiente, a la espera de que se elabore una nueva normativa española en esta materia, nos ocuparemos de la actualmente vigente, desarrollada en la Circular 19/1989 del Banco de España.

De esta normativa nos interesa, en primer lugar, analizar el distinto tratamiento a que se ven sometidos los créditos susceptibles de titulización a efectos de recursos propios. En principio, estos créditos pueden pertenecer a una de las siguientes clases, en cada una de las cuales se coloca el correspondiente coeficiente específico a efectos del cálculo de los recursos propios mínimos:

Clase a) (0,25%) Banco de España, sector público español, o Renfe; otras personas o Entidades con garantía de las precedentes, por la parte garantizada o avalada; crédito con garantía dineraria.

Clase b) (1,25%) Entidades de crédito, excepto los que pertenezcan a la clase f); Bancos centrales o Estados del resto de los países de la OCDE con monedas

admitidas a cotización en el mercado español u organismos financieros internacionales; asegurados por CESCE, por la parte asegurada; créditos documentarios.

Clase c) (3,75%) Con garantía hipotecaria de origen, excepto las constituidas sobre cualquier activo de explotación; con garantía de prenda con desplazamiento o de valores cotizados, o con aval de otras entidades de crédito, de SGR, o de la matriz en el caso de Sucursales de bancos extranjeros, por la parte garantizada o avalada; sobre empresas con participación mayoritaria del sector público; derivados del arrendamiento financiero de bienes inmuebles destinados a viviendas, oficinas o locales comerciales polivalentes.

Clase d) (7,5%) Resto de créditos derivados de bienes cedidos en arrendamiento financiero; resto del crédito no integrado en otra categoría; morosos o dudosos que no procedan de una categoría con riesgo mayor.

Clase e) (16%) Créditos participativos a cargo de empresas y entidades distintas de las de crédito.

Clase f) (35%) Concedidos a Entidades de crédito a las que la Entidad, o cualquier otra del grupo consolidado al que pertenezca, tenga tomados activos en arrendamiento financiero, hasta el valor de las cuotas pendientes de pago, excluidos intereses; derivados de bienes cedidos en arrendamiento financiero a Empresas con las que existe unidad de decisión, pero que no sean consolidables por su objeto social; los que tengan por objeto la adquisición por sus empleados de acciones del banco que los otorga, así como de alguna entidad de su grupo consolidable.

Clase g) 100%) Los que tengan por objeto la adquisición por terceros de acciones del banco que los otorga, así como de alguna entidad de su grupo consolidable.

Evidentemente, a igualdad de condiciones, los créditos sobre los que resultaría más deseable su titulización serían, en principio, aquéllos que más recursos propios liberen. No obstante, hay que tener en cuenta que las tres últimas clases representan créditos en los que existe, de una u otra forma, algún objetivo político por parte de la entidad que los ha concedido, lo que, en principio, no favorece su titulización. Esto quiere

decir que, en principio, las dos clases más importantes a efectos de su posible titulización serían las d) y c). Por otra parte, la normativa española prevé, además de los coeficientes específicos mencionados, un coeficiente genérico, actualmente del 5%, de forma que prevalezca la cifra de recursos propios que sea mayor por una u otra vía. Dicho coeficiente genérico puede hacer más deseable, por ejemplo, la titulización de créditos hipotecarios de la clase c, mantenidos en una proporción suficientemente elevada para que, en último términos, prevalezca el coeficiente genérico.

Otro aspecto importante de la normativa sobre recursos propios reside en que su cumplimiento se efectúa, en general, en base consolidada -excepto las sucursales de entidades extranjeras-. Esta circunstancia plantea la importante cuestión de determinar si el vehículo utilizado en un proceso de titulización de activos de una entidad de crédito, excluyendo los supuestos que su forma jurídica lo impida (por ejemplo, fondo de inversión), debe consolidarse con ésta, en cuyo caso tal proceso se hace menos deseable, al no escapar de la exigencia de los correspondientes recursos propios. La legislación actual establece las entidades que deben consolidar sus balances y cuentas de resultados: una entidad de crédito con otras entidades de crédito u otras entidades financieras que constituyan una unidad de decisión, sea porque la primera ejerce control directo o indirecto sobre las demás entidades, sea porque es controlada directa o indirectamente por ellas, sea porque una y otras son controladas, por una misma persona o Entidad cuyas cuentas no deban consolidarse, de acuerdo con lo que se indica más adelante.

Entre otros supuestos, el control tiene lugar cuando la dominante tenga una participación no inferior al 20% en la dominada, y ésta esté sometida a la dirección única de aquéllas, lo que se presume en base al control de la mayoría del consejo de administración de la entidad dominada. Por otra parte, es importante destacar que, a estos efectos, por entidad financiera se entiende, además de las sociedades de tenencia de inmuebles o activos materiales utilizados por otras entidades consolidables, cualquier entidad que tenga como objeto social, o como actividad principal, la tenencia de acciones y participaciones, excluyéndose expresamente las entidades aseguradoras.

En definitiva, del examen de la normativa sobre recursos propios a nivel consolidado no parece desprenderse, en principio, la obligación de consolidar un vehículo

utilizado en procesos de titulización de los activos de una entidad de crédito, aún cuando dicho vehículo este controlado por ésta. Ahora bien, esta conclusión tiene su base en que tales vehículos, al no tener existencia propia en la legislación española, no están categorizados actualmente como entidades financieras, cuando resulta obvio que pueden recibir esta consideración en el futuro. A modo de referencia, la Directiva 83/350/CEE, relativa a la vigilancia de las entidades de crédito en su situación consolidada, concibe como entidad financiera "la empresa, distinta de una entidad de crédito, cuya actividad principal consista en conceder facilidades de crédito, incluidas garantías, tomar participaciones o efectuar inversiones", lo cual abarca perfectamente a un vehículo de titulización.

Por consiguiente, esta cuestión queda pendiente de la regulación que sobre la titulización en general, o sobre algunas de sus modalidades, debe elaborarse en el futuro, ya, como exponíamos al principio, la conclusión general de este apartado apunta claramente a una insuficiencia de la normativa actual para que emerjan procesos de este tipo con suficiente frecuencia y eficacia.

En definitiva, la legislación Española presenta una serie de problemas jurídicos, reglamentarios y fiscales que imposibilitan la titulización como proceso de creación de títulos diversificados y líquidos. Nuestra conclusión es que una modificación de la legislación con la creación de entidades sin personalidad jurídica, como los fondos de inversión, pero sin sus requisitos de liquidez y de diversificación sería la forma idónea de llegar a titular los activos del sistema bancario. La experiencia francesa muestra que esta vía constituye una posibilidad.

4. LAS VENTAJAS DE LA TITULIZACION EN ESPAÑA

Examinamos a continuación la importancia de las ventajas tradicionalmente asociadas a la titulación en el contexto financiero español.

4.1. Coeficientes de solvencia

En los mercados extranjeros y, en particular, en Francia, uno de los principales objetivos de la titulación ha sido la mejora del ratio de recursos propios de las entidades de crédito.

En España, las entidades de crédito tienen un ratio de recursos propios sobre total del pasivo más elevado que la media de los otros países europeos, por lo que el nivel de dicho ratio no justifica por sí solo recurrir a la titulación. Sin embargo, aunque a nivel agregado la restricción que supone el coeficiente de solvencia no aparezca como determinante, puede serlo para pequeñas entidades que operen en segmentos especializados del mercado en los que pueden llegar a tasas de crecimiento que exigen una importante captación de recursos propios o la titulación de parte de sus activos.

4.2. Coeficientes de caja

Aunque la existencia de coeficientes de caja se justifica como modalidad de control monetario por parte del Banco de España, el aspecto que nos interesa aquí es la ausencia de remuneración de los recursos inmovilizados, que debe considerarse también como un gravamen sobre los recursos que computan para el coeficiente. Debemos subrayar que tanto el nivel de dicho gravamen (como coste de oportunidad) como el número de pasivos computables es mayor en España que en los otros países europeos.

Podemos calcular fácilmente el coste de dicho coeficiente puesto que la remuneración de los activos inmovilizados es equivalente a captar un 5% de recursos menos al tipo de mercado. Las tres primeras columnas de la Tabla 3 nos indican la relación entre el tipo al que se remuneran los recursos, el coste efectivo de los mismos y, por diferencia,

el coste del coeficiente de caja actualmente vigente.

Observamos que la titulización (con plena cesión de deuda) puede constituir una ventaja importante para las entidades de crédito en nuestro país al reducir los recursos inmovilizados por el coeficiente de caja. Sin embargo, para que haya una ganancia neta para el conjunto de las entidades, **la cesión debe hacerse a entidades que no estén sometidas a coeficiente de caja**. Sólo en este caso se producirá una disminución del coste de los recursos que podrá evaluarse, como se hace en la Tabla 3, a partir del coste de oportunidad que se deriva del cumplimiento del coeficiente de caja. Sin embargo, si la cesión se hace a entidades sujetas a coeficiente de caja, el coste de los recursos para el conjunto de entidades de crédito no disminuirá.

Debe subrayarse que la disminución de este coste de oportunidad significa simultáneamente una pérdida para el Banco de España. Efectivamente, aunque la titulización mejore la eficiencia del mercado, no debemos olvidar que implica también una menor transferencia del sistema bancario hacia el Banco de España.

TABLA 3

Tipos de interés	Coste de los recursos	Coste coef. caja ¹	Coste de los recursos	Coste coef. inversión ²
14,00	14,74	0,74	15,38	0,64
13,00	13,68	0,68	14,26	0,57
12,00	12,63	0,63	13,13	0,50
11,00	11,58	0,58	12,00	0,42
10,00	10,53	0,53	10,88	0,35
9,00	9,47	0,47	9,75	0,28
8,00	8,42	0,42	8,63	0,20

El coeficiente de inversión tiene un papel similar al del coeficiente de caja, y su análisis podría efectuarse de modo similar. Sin embargo, no es conveniente tomarlos en cuenta puesto que su supresión está prevista para el 31 de diciembre de 1992. Dicha supresión parece absolutamente necesaria dentro del proceso de creación del mercado único europeo, cuando la titulización, razonablemente, sólo podrá desarrollarse plenamente en España después de esta fecha. Sin embargo, hemos incluido en la penúltima columna de la

¹La fórmula utilizada en la construcción de la Tabla 3 es la siguiente:

$$cc = r (1/0,95 - 1)$$

siendo cc el coste del coeficiente de caja y r el tipo de interés expresando en porcentaje.

²El coste adicional del coeficiente de inversión viene dado por la siguiente expresión:

$$CI = \frac{r - 0,062 \times 5,5}{0,95 - 0,062} - \frac{r}{0,95}$$

para un coeficiente de inversión del 6,2% y una rentabilidad de una inversión al 100% en Pagarés del Tesoro del 5,5%.

Tabla 3 el coste de los recursos en presencia simultáneamente de coeficientes de caja y de inversión, y en la última columna el coste adicional atribuible al coeficiente de inversión, para dar una visión de conjunto de los costes que **en la actualidad** afectan a los recursos captados por las entidades financieras debido a la existencia de coeficientes.

4.3. El coste de los recursos propios

El coste de los recursos propios constituye un elemento importante del margen financiero de las entidades de crédito que debe ser tomado en cuenta para evaluar los beneficios derivados de la titulización. Su evaluación presenta una serie de dificultades que indicamos a continuación.

a) Problemas de evaluación

En primer lugar, la remuneración de los accionistas de las entidades tiene un carácter aleatorio, por lo que la esperanza de rendimiento debe incluir una prima de riesgo³. El análisis de los mercados financieros indica que ésta puede ser variable en el tiempo, siendo función de la volatilidad de los mercados. Por esta razón, la evaluación que puede darse de dicha prima sólo puede ser aproximativa y representativa de un valor medio de largo plazo.

En nuestro país, el mercado de renta variable tiene una amplitud superior al de renta fija, lo cual puede tener cierto efecto sobre la diferencia de remuneración a largo plazo entre renta fija y renta variable en beneficio de esta última, disminuyendo así la prima de riesgo (los analistas financieros utilizan una prima de riesgo para España inferior en dos puntos porcentuales a su valor en Estados Unidos).

Para comparar el coste de recursos propios y de recursos ajenos es necesario tomar en consideración el impuesto sobre beneficios. Efectivamente, dado que los beneficios obtenidos se ven gravados por el impuesto sobre beneficios, para obtener un nivel dado de remuneración de los recursos propios, debemos obtener un nivel de

³ El riesgo al que nos referimos aquí es el que se deriva de la variabilidad de la rentabilidad de las acciones en relación con la rentabilidad de los mercados financieros, es decir su coeficiente "beta".

rentabilidad antes de impuestos superior.

Por último, la rentabilidad antes de impuestos de los recursos propios debe evaluarse no a partir de su valor contable de éstos, sino a partir del valor de mercado, ya que el inversor define su rentabilidad esperada a partir del valor de mercado de las acciones que tiene en cartera.

b) Evaluación

Como punto de partida, podemos determinar un coste de los recursos propios. Para ello determinamos un rendimiento mínimo para el tenedor de acciones de la entidad financiera, evaluado a partir del rendimiento en el mercado de renta fija, suponiendo que no existe prima de riesgo y suponiendo también que los recursos propios se contabilizan a su valor de mercado (ambos aspectos tienden a disminuir la evaluación del rendimiento esperado).

Para determinar el coste de los recursos propios a partir únicamente de consideraciones fiscales, sustraemos al rendimiento del mercado de renta fija la deducción fiscal a la que da derecho, que corresponde al 10% de los dividendos obtenidos. Suponiendo que el dividendo distribuido es de un 4%, (correspondiente a la media del mercado durante los últimos años), dicha deducción se sitúa en un 0,8% antes de impuestos, para un tramo impositivo marginal del 50%, porcentaje que utilizaremos en nuestras evaluaciones ulteriores⁴. Para obtener el coste para la empresa, tenemos que tomar en cuenta el efecto de la imposición de los beneficios. Evaluamos el coste de los recursos propios antes de impuesto a partir del tipo impositivo sobre los beneficios de las sociedades del 35%, actualmente en vigor, obteniendo los resultados que aparecen en la primera columna de la Tabla 4.

⁴Los beneficios fiscales son mayores sin embargo a largo plazo debido al diferente tratamiento de las plusvalías. Este punto no ha sido tomado en cuenta, no sólo por la dificultad de hacerlo sin efectuar hipótesis sobre el horizonte temporal de la inversión, sino también porque el tratamiento fiscal de las plusvalías va a ser modificado completamente en un futuro próximo

TABLA 4⁵

Tipo de interés	prima de 0%	prima del 6%	prima del 10%
14,00%	20,31%	29,54%	35,69%
13,00%	18,77%	28,00%	34,15%
12,00%	17,23%	26,46%	32,62%
11,00%	15,69%	24,92%	31,08%
10,00%	14,15%	23,38%	29,54%

En las columnas siguientes, se obtiene una evaluación más precisa del coste de los recursos propios al tomar en consideración la prima de riesgo que exige el mercado. En Estados Unidos, la evaluación propuesta por Jensen (1972) de la prima de riesgo es, en términos de su equivalente anual, igual a un 14,4%. En España, la evaluación de dicha prima es difícil porque es negativa durante algunos períodos, (Bergés(1984, p.99)). Para el período 1985-1988, basándonos en datos semanales, la prima de riesgo se sitúa en un 9%. Ello implica, si consideramos un rendimiento de la renta fija del 12%, que el rendimiento esperado de la renta variable sea del 21%. Sin embargo, dicho nivel refleja, en parte, el auge de la bolsa española durante el período considerado, por lo que debemos considerarlo como una sobrevaloración. La práctica de los analistas financieros consiste en evaluar la prima de riesgo en un 6%. De acuerdo con estos supuestos se presenta en la Tabla 4 el coste de los recursos propios en función a la vez del valor de la prima de riesgo y de los tipos de interés en vigor.

5

Si $E(r_m)$ es la esperanza de rendimiento del mercado, expresada en porcentaje, igual al rendimiento de un activo sin riesgo más una prima de riesgo), el coste de los recursos propios, CRP, es igual a

$$CRP = (E(r_m) - 0,08)/0,65$$

para un tipo de impuesto sobre beneficios del 35%.

En el estudio realizado por Rosenthal y Ocampo (1988) la estimación del coste de los recursos propios antes de impuestos para los Estados Unidos propuesta es de un 25% para un nivel del coste de los recursos ajenos del 6,5%. Así, aunque la evaluación que obtenemos pueda parecer elevada, no dista mucho de la efectuada por estos autores.

En definitiva, dados los niveles actuales de los tipos de interés, del 12% podemos considerar que el coste de los recursos propios debería situarse entre un 25% y un 30%, siendo difícil determinar de forma rigurosa un valor más preciso.

El coste medio del capital para una entidad financiera podrá calcularse a partir del conjunto de estos datos. Efectivamente, si conocemos su porcentaje de recursos propios y, si conocemos la fracción de pasivos computables a efectos de coeficientes de caja, el coste medio viene determinado como la media de los costes de los distintos tipos de recursos multiplicados por sus porcentajes respectivos en el pasivo de la entidad.

4.4. Riesgo de liquidez de las entidades

Gracias a la titulización las entidades pueden ceder sus distintos riesgos de liquidez, de tipos de interés y de crédito. Estos aspectos son importantes en España, dado que la mayoría de entidades cuantifican mal el nivel de riesgo que asumen, aunque paulatinamente empiecen a tomar conciencia de la importancia de dichos riesgos.

La cesión del riesgo de liquidez puede ser un aspecto particularmente interesante de la titulización. En España, las entidades de crédito pueden obtener liquidez esencialmente por dos vías: el mercado interbancario y las cesiones repo (generalmente de letras del Tesoro). Ambas modalidades corresponden a operaciones con un plazo relativamente corto y en todo caso inferior a un año. La existencia de titulización podría permitir una gestión del riesgo de liquidez a más largo plazo. De nuevo, las diferencias entre las entidades especializadas y la banca universal son aquí determinantes del interés por la titulización que puedan tener las entidades. Para las primeras, los problemas de liquidez pueden ser más acusados, por lo que la posibilidad de ceder parte de los activos puede constituir una modalidad particularmente atractiva. En cambio, para entidades de mayor dimensión, como las Cajas de Ahorros, que disponen de liquidez y son prestamistas en el

mercado interbancario, este aspecto de la titulización no será determinante, aunque dichas entidades pueden eventualmente invertir en el mercado de activos titulizados comprando los activos titulizados como alternativa a la inversión en el mercado interbancario.

4.5. Creación de un mercado de títulos líquido

La titulización puede tomar modalidades distintas según si se crea o no un amplio mercado para los activos titulizados, como lo ilustra la diferencia entre el mercado estadounidense y el mercado francés. Para todos los países la primera de estas modalidades tiene claras ventajas sobre la segunda. Sin embargo dentro del proceso de modernización del sistema financiero español, esta cuestión es fundamental. Efectivamente, existen pocos mercados de activos emitidos por entidades españolas suficientemente líquidos para ser atractivos a nivel europeo. El desarrollo de un mercado de activos titulizados suficientemente amplio podría permitir a las entidades españolas captar recursos a nivel europeo, con las ventajas que ello puede tener en términos de abaratamiento de costes. Debemos subrayar, sin embargo, que la creación de un mercado amplio limita las posibilidades de adaptar el producto emitido a las necesidades puntuales de los inversores: las posibilidades de fragmentar los riesgos y vender los títulos a inversores diferentes se verán limitadas por la necesidad de dar homogeneidad al mercado secundario.

En definitiva, el conjunto de ventajas directas cuantificables lleva a una evaluación de la disminución el coste de los recursos que combina el efecto de los coeficientes de caja y el efecto de la economía de capital. Para una entidad con un 8% de recursos propios y con un 50% de pasivos computables, la reducción del coste de los recursos suponiendo un coeficiente de recursos propios del 3,5% sería la siguiente, en función de los tipos de interés del mercado.

TABLA 5

Tipos de interés	Reducción por coef. caja	Reducción recursos propios	Reducción total
14,00	0,37	1,33	1,70
13,00	0,34	1,26	1,60
12,00	0,32	1,19	1,51
11,00	0,29	1,12	1,41
10,00	0,26	1,05	1,32
9,00	0,24	0,98	1,22
8,00	0,21	0,91	1,12

Como puede observarse, la principal reducción del coste es la que se deriva del coste del capital. Por lo tanto las economías que se derivan de la titulización son mayores en España que en otros países, no sólo por la existencia de mayores coeficientes de caja sino también por la importancia de los recursos propios de las entidades de crédito.

Frente a estas importantes disminuciones potenciales de los costes, la estructura y la tradición del negocio bancario impone también serias limitaciones.

5. LIMITACIONES Y DIFICULTADES DE LA TITULIZACIÓN.

La titulización impone una serie de limitaciones que constituyen una disciplina a la que las entidades de crédito deberán someterse. Aunque a largo plazo ello constituya una ventaja, a corto plazo, impone ciertos costes a las entidades.

5.1. La homogeneidad de los préstamos

En primer lugar, la limitación más importante es la de homogeneidad de los préstamos. La experiencia estadounidense muestra que la fracción titulizada de los

préstamos de características heterogéneas, por ejemplo de préstamos de tipo Adjustable Rate Mortgage (ARM), ha sido mucho más reducida que para los préstamos de características homogéneas⁶. Limitar la heterogeneidad de los préstamos en España supone el coste de determinar una indicación común de los tipos de interés y unas penalizaciones idénticas para las posibles amortizaciones y cancelaciones anticipadas. Sin embargo, esta homogeneización de los préstamos hipotecarios redundaría en beneficio del mercado en su conjunto, incluso en ausencia de un proceso de titulización.

5.2. Volumen de la emisión

Un segundo tipo de limitación aparece en relación con el volumen emitido. Dados los importantes costes fijos de las emisiones titulizadas, es razonable pensar que el volumen mínimo necesario para titular sea de unos 50 a 100 mil millones de pesetas. Ello limita la capacidad de recurrir a la titulización e impone que ésta se efectúe tan sólo cuando el volumen de préstamos alcanza el nivel mínimo. En consecuencia, ello obliga a las pequeñas entidades a asociarse entre sí o a ceder sus préstamos hipotecarios a otras entidades mayores que podrán titularlos.

Como mencionamos anteriormente, todos estos aspectos redundan en beneficio de la liquidez del mercado, por lo cual, aunque puedan ser vistos como restricciones importantes a la agilidad del proceso de movilización, en realidad permiten disminuir el coste de los recursos.

5.3. Rating y garantías

Tanto para efectuar un rating como para contratar un seguro, las entidades tienen que transmitir un importante volumen de información a la agencia que efectúa el rating o a la compañía de seguros que aporta su garantía a la emisión. Ello plantea un problema importante cuando las entidades de crédito no disponen de la información necesaria.

Tradicionalmente, los créditos específicos otorgados por una entidad

⁶ Platt,(1986) página 154.

constituyen parte de un conjunto de préstamos, con lo cual la información a menudo no viene desglosada según los criterios relevantes para las agencias de rating y las compañías de seguros. Actualmente, la información disponible en las entidades de crédito viene determinada en parte por los requisitos de información del Banco de España. Ello puede crear serias dificultades en la evaluación de los créditos que puede hacer que sea difícil asegurar una emisión o, de forma equivalente, que haga que aparezcan pocos préstamos titulizados. Sin embargo, el mecanismo de creación de partes subordinadas en la emisión, en el cual la entidad que tituliza sus préstamos recompra una parte de la emisión a la cual se asignan todos los morosos y fallidos, puede ser una forma de solventar esta dificultad.

5.4. Ausencia de mercado a largo plazo

La ausencia de un mercado a largo plazo hace que sea más difícil evaluar una serie de flujos de pagos futuros dado que no existe una referencia, a diferencia de lo que sucede en otros mercados en los que la deuda pública a largo plazo constituye una referencia a largo plazo. Sin embargo, si consideramos las características actuales de los préstamos a tipo revisable, es posible evaluar el precio de los activos titulizados a partir de las características de los tipos de interés sobre los que se han indiciado los préstamos, tomando en cuenta sus características de riesgo. En cambio, si se desea titularizar préstamos a tipo fijo, el desarrollo de este mercado debe hacerse en conexión con el desarrollo del mercado de deuda pública por lo que el mercado de activos titulizados se desarrollará más lentamente.

6. LA "TITULIZACION" EN EL MERCADO HIPOTECARIO

La importancia de la financiación de la vivienda en nuestro país ha hecho que se desarrolle una legislación específica para este mercado, dentro del marco de la Ley del Mercado Hipotecario (L.M.H.), cuyo objetivo original, en materia de financiación, fue el aportar una mayor flexibilidad a la movilización de los créditos concedidos. Sin embargo, dicha legislación ha quedado obsoleta, por diversas razones, siendo la principal el cambio en la legislación fiscal que puso fin a los privilegios fiscales de la cédula hipotecaria. Actualmente, la fracción de préstamos hipotecarios refinanciados mediante emisión de títulos se sitúa en niveles comparables con los anteriores a la publicación de la L.M.H. Por esta razón la titulización podría afectar en primer lugar a los créditos hipotecarios.

6.1. Aspectos jurídicos

La Ley del Mercado Hipotecario incluye, entre los instrumentos de movilización de los crédito hipotecarios la figura de la participación, de la que podemos pensar que se configuró como una cesión de crédito. Sin embargo, el desarrollo de la regulación ulterior impidió que ello fuera así.

La participación hipotecaria constituye un título con garantía especial respecto al **deudor**. Efectivamente, dicho título da derecho a participar en los rendimientos y las amortizaciones de un crédito hipotecario específico en las condiciones que el propio título determine. Sin embargo, la suscripción de una participación consiste en la adquisición de un derecho nuevo y no en la cesión de otro derecho preexistente. Por esta razón la garantía respecto al emisor de la participación no queda claramente definida. Por una parte, en la L.M.H. se hace referencia a las participaciones como una "cesión de crédito hipotecario", por lo que la quiebra del emisor no debería tener consecuencia alguna para el tenedor. Sin embargo, por otra parte, en el desarrollo ulterior del Reglamento del Mercado Hipotecario la participación constituye una mera obligación ordinaria de pago sin privilegio ni preferencia, por lo que en caso de quiebra el titular concurrirá al conjunto de deudas del quebrado.

La ambigüedad de la legislación al respecto hace que la participación no pueda considerarse como plena cesión de crédito, por lo que es necesario una modificación del Reglamento del Mercado Hipotecario para que la participación pueda ser plena cesión de crédito. Dicha modificación se halla actualmente en proceso y debería tener por efecto la refinanciación hipotecaria mediante emisión de participaciones.

Por otra parte, el Reglamento impone la obligación de informar a la entidad emisora en caso de transmisión de las participaciones (art. 22 de la L.M.H. y art. 67 del R.M.H.). Dicho aspecto limita las posibilidades de negociación de las participaciones como valor. Por ello es de esperar que la presente reforma elimine la obligación de informar al emisor en la transmisión de estos títulos.

6.2. Cesión de la garantía real

Como característica específica de este mercado, debemos considerar el efecto de la cesión del riesgo de crédito. En España el mercado no valora la garantía real que incorporan los créditos hipotecarios. El proceso de titulización podría tener un importante efecto a este nivel. Como es bien sabido, los préstamos hipotecarios tienen una morosidad reducida. Si el mercado no valora correctamente esta menor morosidad de los préstamos hipotecarios, las compañías de seguros y los fondos de pensiones pueden adquirir paquetes de préstamos titulizados, asumiendo el riesgo de quiebra de dichos préstamos mediante una compensación en los tipos de interés devengados. Mediante este tipo de inversión se benefician de una imperfección del mercado financiero español. Ello significa que, a corto plazo, los inversores mencionados pueden beneficiarse de la adquisición de los préstamos titulizados. A más largo plazo, los precios deberían ajustarse, y ello disminuirá el coste de financiación del crédito hipotecario.

6.3. Activos susceptibles de titulización

Los gráficos 6.1 y 6.2 muestran el volumen total del mercado de crédito hipotecario español y la repartición de cuotas de mercado. Dicho mercado corresponde en un 90% al crédito hipotecario sobre la vivienda.

La heterogeneidad de los préstamos hipotecarios puede limitar su titulización. Efectivamente, dichos préstamos pueden ser a tipo fijo o variable, para residencia habitual o segunda vivienda y estar caracterizados por porcentajes de préstamo en relación al valor de tasación muy diversos. Como hemos mencionado, según la modalidad de titulización que se adopte, el volumen de créditos hipotecarios susceptibles de ser titulizados será muy variable.

Una parte importante de este mercado corresponde a créditos de vivienda de protección oficial, concedidos a tipos inferiores a los del mercado. Por esta razón, la titulización de participaciones debería ser lo suficientemente flexible para titular este tipo de créditos. En este contexto, una garantía pública en este tipo de créditos puede constituir la medida oportuna para que el "rating" de los mismos no encarezca la financiación de este tipo de vivienda.

Por otra parte, la elevada tasa de crecimiento del crédito hipotecario debe

también tomarse en cuenta en el análisis de las posibilidades de titulización de los créditos que ofrece el mercado. Efectivamente, si las condiciones de titulización son relativamente restrictivas, esta forma de movilización afectará esencialmente a los créditos nuevamente concedidos. Observamos que durante los últimos años dicho volumen ha sido suficientemente elevado para justificar un proceso de titulización.

6.4. El apoyo público

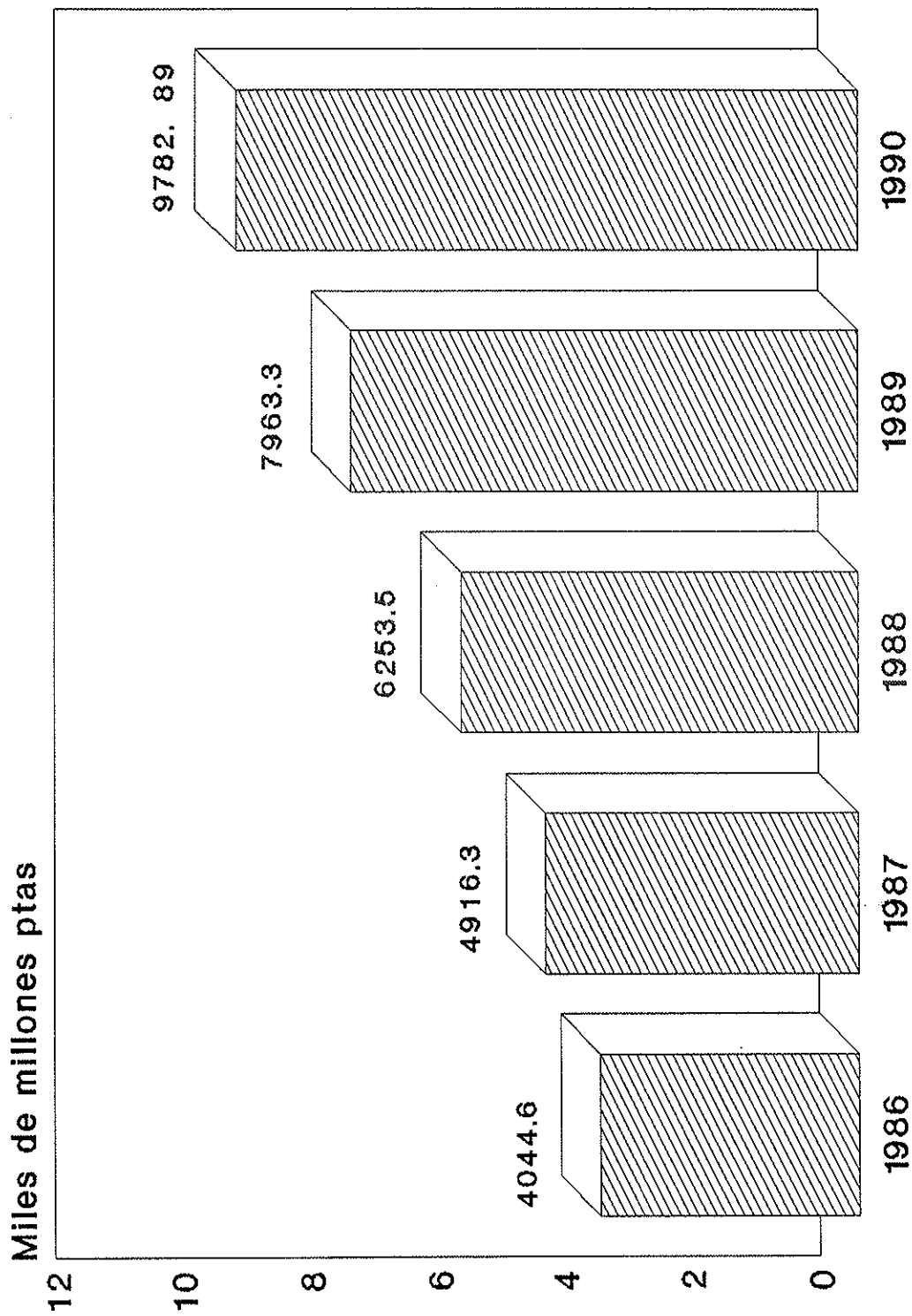
Como en otros países, el mercado hipotecario recibe una particular atención por parte de las autoridades económicas. Por esta razón es posible que la titulización en este sector goce del apoyo público.

De darse esta condición, se podría crear un mercado amplio y líquido, si por ejemplo los títulos que satisfacen a ciertas condiciones reciben la garantía del Estado, eventualmente mediante pago de una compensación. En tal caso el rating o la garantía por parte de una compañía de seguros es innecesario.

Sin embargo, el apoyo público, también puede provenir de la regulación del mercado. Las autoridades económicas pueden, efectivamente, limitar el número de créditos susceptibles de ser titulizados. Una medida de esta índole es incluso altamente probable, puesto que en la actualidad existen condiciones para que un crédito pueda dar lugar a la emisión de un título. Dichas condiciones son por una parte la existencia de tasación y por otra que se respete un ratio entre el importe del crédito y el valor de tasación. Este debe ser inferior al 80% para vivienda propia y al 70% para segunda vivienda.

Si este tipo de medida se impone para las participaciones, la homogeneidad de los títulos puede hacer que no sea necesaria, o en todo caso que sea menos costoso el proceso de rating de la emisión. Ello llevaría a posibilitar la titulización con carácter inmediato.

EVOLUCION DEL CREDITO HIPOTECARIO



Volumen total en ptas corrientes

Gráfico 6.1

DISTRIBUCION DEL CREDITO HIPOTECARIO

AÑO 1990

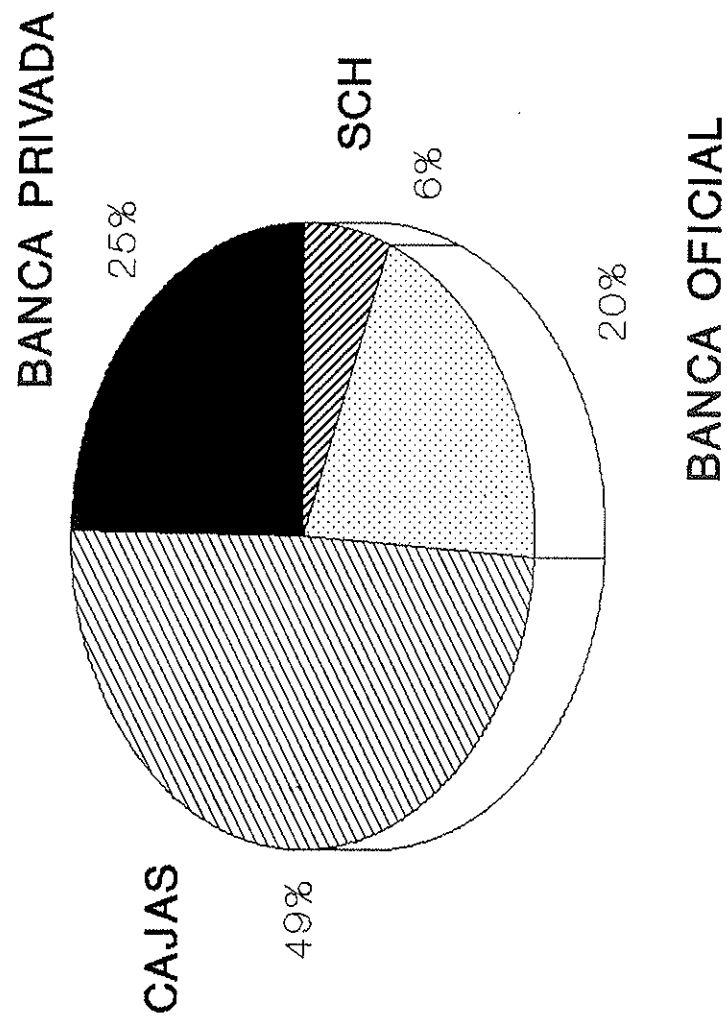


Grafico 6.2

BIBLIOGRAFIA

Angel BERGES, (1984): EL Mercado Español de Capitales en un Contexto Internacional". Serie: Economía Española. Ministerio de Economía y Hacienda.

HENDERSON, J.; SCOTT, J.P.: Securitization. Woodhead-Faulkner, Cambridge, 1988.

M. JENSEN, (1972): "Capital Markets: Theory and Evidence", en Bell Journal of Economics and Management Science.

PAVEL, C. A.: Securitization. The analysis and development of the loan-based/asset-backed securities markets. Probus, Chicago, 1989.

PLATT (1986): Controlling interest rate risk, Wiley and Sons.

J. REVEL (1989) "The future of savings Banks. A study of Spain and the rest of Europe", FIES, Madrid.

J. ROSENTHAL y J. OCAMPO (1988): Securitization of credit. Inside the new technology of finance, Mackinsey and Company, Inc.

ROSS, S. A.: "Institutional markets, financial marketing and financial innovation". The Journal of Finance, vol. XLIV.