

*"This business is only for well-managed institutions. It's not meant to be done home alone without adult supervision"*

Michael L. Brosnan, OCC  
OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE  
CURRENCY

## **2.1. EL PROCESO DE TITULIZACIÓN**

### **2.1.1. CONCEPTO**

Antes de abordar el concepto en sí, y al tratarse de un vocablo importado del inglés, pensamos que es importante clarificarlo semánticamente. La primera vez que se utiliza el término en inglés, *securitization*, es en la columna "Heard on the Street", de *The Wall Street Journal*, en 1977. En la literatura especializada en español, encontramos términos como titularización, valorización, titulación, o la adaptación directa del inglés securitización; todos ellos haciendo referencia al mismo proceso que denominamos titulización.

Hull<sup>43</sup> define la titulización de activos como el proceso de obtención de recursos financieros mediante la emisión de valores negociables respaldados o atendidos a través de futuros flujos de tesorería procedentes de activos generadores de rentas.

Según Deacon<sup>44</sup> se trata de un proceso en el que se transforman los flujos de caja originados por un activo subyacente o cobros futuros que recibirá el originador en una corriente de pagos uniforme que permite al originador obtener una financiación respaldada por activos, en lugar de un préstamo o emisión de un empréstito. La titulización limita la solvencia de la emisión a la de los cobros futuros y no a la del originador como un todo.

---

<sup>43</sup> Véase HULL (1989).

<sup>44</sup> Véase DEACON (2000).

Si nos ceñimos al ámbito de la titulización de activos financieros, ésta puede definirse como un proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, que son cedidas básicamente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos.<sup>45</sup>

En definitiva, la titulización permite a las empresas financieras o no financieras externalizar activos o derechos de cobro futuros y obtener financiación. Estos activos o derechos de cobro los adquiere un fondo de titulización que a su vez financia la compra mediante la emisión de bonos de titulización. El proceso convierte en títulos negociables a una serie de activos que originalmente presentaban un bajo o nulo grado de liquidez. Transforma activos ilíquidos en activos financieros perfectamente negociables.

Los valores negociables originados por un proceso de titulización, son conocidos como *Asset-Backed Securities* (ABS), que podemos traducir por emisiones de títulos de renta fija respaldados por activos. En el caso en que los activos que sirven de respaldo sean créditos hipotecarios, suele utilizarse el término *Mortgage-Backed Securities* (MBS), que no es más que un caso concreto dentro de la titulización, que se distingue del resto porque los activos titulizados son los derechos de cobro que originan los préstamos hipotecarios para el prestamista.

Así, los bonos que surgen de la titulización, están respaldados por activos que el originador del proceso cede a un fondo que será el encargado de la emisión de los ABS. Los activos cedidos desaparecen del balance del originador<sup>46</sup> y se distinguen: por su homogeneidad, por generar una serie de cobros futuros con un cierto grado de previsibilidad y por una dispersión de riesgo relativamente alta.

Hay múltiples procedimientos a aplicar, que permiten que el *rating* de los bonos emitidos supere al del originador. La titulización también se ve favorecida si existe un marco legal desarrollado que fomente la estandarización de las operaciones a titular y datos históricos respecto a los activos que permitan aplicar técnicas

---

<sup>45</sup> Definición a la que llega ALMOGUERA GÓMEZ (1995) tras realizar un análisis y comentario exhaustivo de diferentes acepciones asignadas al término.

<sup>46</sup> Se trata concretamente de titulización fuera de balance o *pass-through*.

estadísticas que ayuden a prever la evolución futura de los cobros que respaldarán la emisión de bonos.

Los bonos de titulización que surgen del proceso serán títulos negociables, valorados a precios que determinará el mercado y a los que podrán acceder inversores que raramente hubieran participado en la financiación de los activos originales.<sup>47</sup>

### **2.1.2. AGENTES PARTICIPANTES Y ACTIVOS TITULIZABLES**

El proceso de titulización no puede entenderse sin una breve descripción de los agentes participantes en éste y de sus funciones.

En el origen del proceso, encontramos al originador, entidad cuya actividad genera los fondos susceptibles de colateralizar un proceso de titulización.

También debemos referirnos al administrador. La vinculación que suele existir entre el originador del proceso y los pagadores últimos, hace que las funciones de administración recaigan, a menudo, en el mismo originador. Su función será la de cobrador en su sentido más amplio, ya que deberá emprender las acciones necesarias cuando los pagadores no cumplan con sus obligaciones en el momento y/o importe pactado.

Será necesaria la constitución de un fondo de titulización o vehículo. Se trata de una entidad independiente que tiene como objetivo básico la emisión de los bonos de titulización. Para que se dé el proceso de titulización en sentido estricto, es imprescindible que el fondo no esté relacionado jurídicamente con el originador. De esta manera se consigue que el riesgo de los títulos que se emiten no dependa del riesgo del originador de la operación.

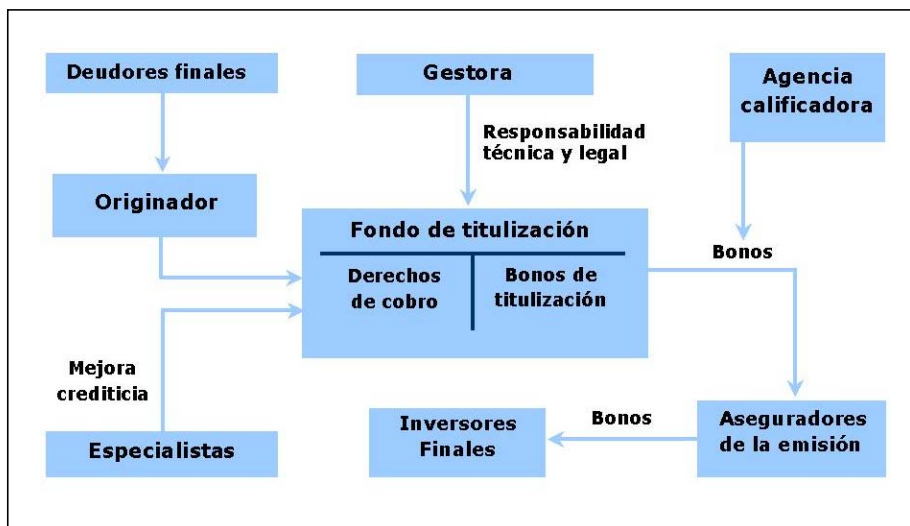
---

<sup>47</sup> Véase *KENDALL et al (1996)*.

Otro participante decisivo en el proceso es la sociedad gestora. Se encarga de la gestión y representación del fondo, ya que éste, normalmente, carece de personalidad jurídica. En su capital suelen participar la entidad originadora y el resto de instituciones colaboradoras. Entre sus funciones destacan la defensa de los intereses de los bonistas y la administración del patrimonio del fondo hasta su liquidación.

También encontraremos una serie de participantes en el proceso de mejora crediticia de la emisión. Uno de los factores determinantes del éxito de un proceso de titulización, es el establecimiento de mecanismos de cobertura del riesgo, en el que participan colaboradores internos y externos al proceso.

**Gráfico 2.1. Esquema genérico de los participantes en un proceso de titulización y sus funciones**



Fuente: Elaboración propia

El titular de los derechos de cobro es, en definitiva, el originador del proceso. Se trata del acreedor originario. Como reflejamos en el Gráfico 2.1. cede estos derechos al fondo de titulización, que emitirá bonos cuya garantía serán los cobros cedidos por el originador. Este originador no tiene porque ser único, una misma emisión puede estar respaldada por los derechos de cobro de múltiples originadores.

La sociedad gestora será la encargada de constituir el fondo y diseñar todo el proceso. Pero, como ya comentábamos, existen muchos otros entes implicados en una operación de titulización. Las agencias de calificación certificarán la calidad de los bonos emitidos, que se colocarán finalmente y mayoritariamente entre inversores institucionales. Por último, intervendrán en el proceso una serie de especialistas cuya función es la de mejorar la calidad de la emisión, disminuir su riesgo, en definitiva, adoptar medidas de mejora crediticia.

Distinguiremos entre los mecanismos de mejora crediticia internos y externos. Los externos, como los seguros de garantías financieras o las garantías de agencias estatales, son provistos por terceros. Los mecanismos internos de mejora crediticia son inherentes al diseño del proceso de titulización. Encontramos gran variedad de mecanismos internos, que a menudo se utilizan de forma simultánea.

Entre los mecanismos externos destacaremos los siguientes:

- Las garantías de compañías aseguradoras o los avales del estado: pueden cubrir el mantenimiento del valor de los activos que respaldan la emisión, o las pérdidas por falta de pago por parte del deudor, entre otras.
  
- Las cartas de crédito: son garantías o avales bancarios, contratados por la gestora, y cuyo beneficiario es el bonista. El objeto del aval es la disminución de los ingresos previstos en el proceso debido al impago de los deudores.
  
- Préstamos o créditos subordinados: permitirán cubrir las necesidades transitorias de liquidez, así como los gastos iniciales de constitución del fondo, de emisión de los bonos, etc. No se amortizan totalmente hasta la extinción del fondo.
  
- También pueden realizarse contratos de reinversión a tipo garantizado, *swaps*, etc.

Entre los mecanismos internos de mejora crediticia destacamos:

- La estructuración de la emisión por tramos: se emiten al menos dos clases de títulos, correspondientes a un tramo principal o *senior* y a uno subordinado, de manera que el riesgo de insolvencia sea distinto para cada uno de ellos y consecuentemente también sea distinta su remuneración. Los tramos subordinados, de menor calificación, tienen mayor vencimiento y rentabilidad que el tramo *senior* puesto que concursalmente quedan relegadas de la serie principal. Su versión más sencilla consistiría en la emisión de dos únicos tramos, uno principal que constituye la mayor parte de la emisión y otro subordinado que soportaría todos los retrasos e incumplimientos en los cobros. El tramo subordinado asume todo el riesgo crediticio de la emisión y por lo tanto será a este tramo al que si cabe se aplicarán el resto de mecanismos de mejora crediticia. El tramo principal recibe todos los flujos necesarios para que sus inversores sean total y puntualmente atendidos, aunque fuera a expensas, en su integridad, de la clase subordinada. Una de las decisiones fundamentales a tomar para realizar una emisión por tramos es el volumen del tramo subordinado, que dependerá del nivel de pérdidas previstas para la cartera de cobros a titular y del *rating* que se pretenda alcanzar con el tramo principal. En muchas emisiones los tramos subordinados son adquiridos por el estado, que participa así en la mejora del *rating* de la emisión, o por el propio originador.
  
- Fondo de reserva: se trata de la constitución de un fondo de liquidez que permita afrontar eventuales diferencias entre los flujos de cobro esperados y los de pago derivados de los títulos emitidos.
  
- La cuenta de margen: en la cuenta encontramos la diferencia entre los intereses cobrados a los deudores y los pagados a los bonistas, una vez descontados los posibles pagos a terceros. Al igual que el fondo de reserva, permite cubrir las necesidades transitorias de liquidez derivadas de retrasos o impagos de los flujos de entrada previstos.
  
- Infraemisión de títulos: consiste en reducir el volumen de la emisión de bonos de titulización por debajo del volumen de activos titulizados. Este

diferencial entre ambos también permite afrontar desfases temporales o pérdidas por fallidos.

En gran parte de los mercados financieros desarrollados, los inversores finales, o incluso la normativa que regula el proceso, exigen la evaluación del riesgo de la emisión por parte de alguna agencia de *rating*. Esto implica la participación en el proceso de las agencias calificadoras o de *rating* cuya función es la de evaluar y publicar la solvencia de los activos emitidos.

Otros colaboradores en el proceso, pueden ser el director de la emisión, o las entidades pagadoras, de depósito, o encargadas de publicitar la emisión, funciones que en muchos casos realizan entidades que participan en otros aspectos del proceso.

Respecto a los activos susceptibles de titulización, más adelante analizaremos detenidamente este aspecto según la legislación española, pero genéricamente, diremos que se trata de activos que originan derechos de cobros, generalmente periódicos. Obviamente, el volumen de activos a titular debe ser de un montante suficiente para dar sentido a todo el proceso y reducir sus costes. Los activos colaterales de una emisión de bonos de titulización deben ser relativamente homogéneos entre sí, y la periodicidad de los cobros que generan, relativamente previsible.

Los primeros activos titulizados, como ya comentábamos, fueron préstamos hipotecarios. A partir de entonces, es destacable la diversidad de activos que se han utilizado como colaterales en operaciones de titulización. Sin la intención de ser exhaustivos, aunque sí ilustrativos, citaremos: los préstamos al consumo, las cuentas a cobrar de tarjetas de crédito, operaciones de arrendamiento financiero, alquileres en general, efectos comerciales, cuentas a cobrar derivadas de suministros como el agua, gas, electricidad, teléfono o también los peajes de autopista.

### **2.1.3. EFECTOS DE LA TITULIZACIÓN SOBRE LOS AGENTES PARTICIPANTES Y SOBRE EL SISTEMA FINANCIERO EN GENERAL**

Para cerrar esta introducción al concepto genérico de la titulización, pensamos que es importante destacar los efectos que de este fenómeno se derivan para el conjunto de participantes en él, y para el sector financiero en general. Destacaremos las ventajas e inconvenientes que supondrá para el originador, para los deudores últimos de los derechos de crédito cedidos, para los inversores finales, para el sistema financiero en su conjunto y para la instrumentalización de la política monetaria.

#### **2.1.3.1. Efectos sobre la entidad cedente**

Entre las ventajas que supone la titulización para la entidad cedente, tradicionalmente se destaca el saneamiento de sus balances. La titulización libera los pasivos que financiaban a los activos cedidos, por lo que éstos pueden destinarse a nuevas inversiones, o bien puede optarse por amortizar esta financiación. Este proceso de saneamiento puede verse potenciado por la venta de los activos de peor calidad. La titulización es también un buen instrumento para igualar los vencimientos de los activos con los de los pasivos.

Así, en un primer estadio, la titulización sería una alternativa más de financiación. Pero es importante remarcar que la transferencia de cobros futuros implica también transferir los riesgos que éstos llevan asociados. Entonces, la ventaja que presenta la titulización frente a otras emisiones es, para las empresas no financieras, que la calificación depende exclusivamente de la solvencia de los activos cedidos, y no de la de la empresa globalmente. El inconveniente clave que debe plantearse el originador es el coste del proceso, y la conveniencia de realizar o no la titulización, en función de las alternativas de financiación de que disponga.

La titulización puede permitir al originador acceder a recursos o a segmentos de inversores que no constituirían posibles fuentes de financiación si la empresa originadora acudiera a éstos como tal. Esta situación es habitual en empresas



percibidas como poco solventes por los inversores. También en el caso de empresas sin tradición emisora en los mercados o relativamente desconocidas o pequeñas, la titulización puede permitirles obtener recursos mediante emisiones altamente calificadas que a su vez les darán buena reputación en los mercados.

En el caso de las entidades financieras sometidas al cumplimiento de coeficientes de recursos propios se liberan parte de éstos con el consecuente ahorro. La liberalización de estos recursos permite rotar el activo en aras a alcanzar una mayor rentabilidad. Aunque pueden ver reducido su margen financiero dado que la titulización es un exponente más del fenómeno de desintermediación bancaria, así como por el aumento de oferta de fondos prestables en el mercado que puede llevar consigo el proceso, estas entidades deberán intentar compensar esta disminución en los márgenes con el cobro de los servicios que pueden prestar asociados a su participación en la titulización, ya sea como aseguradores, vendedores, cobradores, etc.

Además, la titulización hace que los recursos liberados puedan reinvertirse y si estas reinversiones y nuevas titulizaciones se suceden, la entidad, pese a perder buena parte de su margen tradicional, puede aumentar sustancialmente su cuota de mercado y en definitiva su beneficio y su rentabilidad. La tradicional operación de préstamo se transforma en una operación fuera de balance pero la entidad ya ha recibido las comisiones u otros cobros que obtiene por la concesión de éste, conservando además como clientes a los prestatarios con los correspondientes ingresos que éstos generan. El originador sigue vinculado a los clientes deudores con los que sigue teniendo fuentes de negocio activo. Y este volumen de negocio puede realizarse con un menor volumen de recursos propios; es decir, pueden, manteniendo constante la rentabilidad económica, aumentar la rentabilidad financiera.

Respecto a los riesgos que soportan las entidades financieras, la titulización afectará al riesgo de liquidez derivado de las divergencias entre los vencimientos de los cobros generados por el activo y los de los pagos que origina el pasivo. Con la titulización puede acortarse la estructura de vencimientos del activo. También afectará al riesgo de cambio, ya que si se traspasan operaciones denominadas en una divisa, se traslada el riesgo de cambio al comprador.

El riesgo de interés quedará trasladado al comprador y finalmente, respecto al riesgo de insolvencia podemos decir que se repartirá entre diferentes participantes en el proceso de titulización. De entrada, si la entidad tiene previsto titular sus créditos, tiende a incrementar el rigor en su concesión y a estandarizar las condiciones. Al realizar la cesión, parte del riesgo de insolvencia será asumido por los mecanismos de mejora crediticia aplicados que basarán su actuación en el riesgo global de la cartera, y respecto a los inversores finales, sólo les repercutirían los riesgos específicos que pudieran derivarse de la cesión de créditos muy concentrados geográfica o sectorialmente, neutralizable con la cesión de una cartera bien diversificada.

Finalmente, los exhaustivos análisis y estudios a que debe someterse el originador para acceder a la titulización, pueden contribuir a mejorar notablemente la gestión y eficiencia de la empresa en cuestión. Las exigencias informativas de las agencias calificadoras y de las entidades encargadas de la mejora crediticia suelen afectar positivamente a la organización global de la empresa y aunque en una primera fase esta reorganización puede resultar un proceso costoso, se generan economías de escala para los sucesivos procesos de titulización.

### **2.1.3.2. Efectos sobre los deudores**

La mayor parte de legislaciones que versan sobre el tema, coinciden en que el deudor no puede ver empeorada su situación jurídica como consecuencia de la cesión. El deudor sigue relacionándose con el mismo acreedor con que inició la operación; relación, por otro lado, usualmente fomentada por el acreedor por razones comerciales evidentes. Y la normativa velará para que el deudor no sea perjudicado por el proceso en ningún caso.

En el caso de la titulización de préstamos y créditos, el estímulo para la competencia que puede generar el incremento de fondos prestables y la menor concentración de riesgos pueden llegar a reducir el coste de las operaciones para los deudores. Además, y en el mismo sentido de reducción de costes, ésta también puede verse propiciada por el hecho de que activos que tradicionalmente han sido ilíquidos se transformen en activos perfectamente negociables.

### **2.1.3.3. Efectos sobre los inversores finales**

Simplemente, por la mayor diversificación de la oferta de títulos en el mercado, todos los inversores resultan beneficiados; por la variedad de vencimientos, rentabilidades, riesgos, etc., a que pueden acceder. Los inversores tienen acceso a tipologías de inversión, como la hipotecaria o la de las cuentas a cobrar, tradicionalmente restringidas a las entidades financieras y todo ello sin el inconveniente que alguno de estos colaterales podían presentar, la iliquidez, ya que mediante la titulización se han transformado en activos financieros totalmente líquidos.

El gran mercado potencial de los bonos de titulización lo constituyen los inversores institucionales. Estos bonos pueden facilitar especialmente la gestión de sus carteras a los fondos de pensiones y entidades aseguradoras, ya que les ofrecen la posibilidad de invertir en activos a largo plazo<sup>48</sup> con rentabilidades superiores a la de las emisiones de deuda pública facilitando el acoplamiento de los cobros derivados de sus activos con los pagos que generan sus pasivos.

En términos de riesgo, o más propiamente, de la información respecto a éste, la exigencia de calificación a que están sometidos los bonos de titulización en la mayoría de los mercados, incluido el español, les aporta una ventaja competitiva frente a otros activos no calificados. Incluso, nos atrevemos a decir que pueden fomentar la popularización de la calificación crediticia al resto de emisiones.

Como inconvenientes sólo destacaríamos la percepción negativa que pueda generar la propia complejidad del proceso de titulización en el inversor y la mayor propensión a sufrir amortizaciones anticipadas que, en algunos casos, pueden presentar estas emisiones. En el caso de la titulización hipotecaria, por ejemplo, los flujos que respaldan la emisión pueden ser muy sensibles a los cambios en los tipos de interés que puedan llevar a los prestatarios a la amortización parcial o cancelación de la deuda. Una bajada en los tipos puede fomentar la tendencia a la

---

<sup>48</sup> Como por ejemplo los bonos de titulización hipotecaria.

refinanciación por parte de los deudores.<sup>49</sup> Se trata de una situación en que el riesgo de interés puede afectar a los títulos no sólo por su incidencia en el precio o en la reinversión sino también por esta posibilidad de amortización anticipada. En estos casos, las emisiones ofrecen rentabilidades que incluyen primas que pretenden compensar al inversor por este riesgo adicional pero aún así, los inversores pueden ser reacios a aceptar este tipo de incertidumbre. Este riesgo de prepago que tradicionalmente han soportado las entidades financieras se traspasa con la titulización a los inversores finales.

#### **2.1.3.4. Efectos sobre el sistema financiero en su conjunto**

La titulización fomenta el proceso de desintermediación crediticia, contribuyendo, además, a la reducción de los costes de intermediación. Puede reducir los costes de financiación bancaria, tanto por las mayores oportunidades de refinanciación de las entidades financieras, como por el traslado de riesgos al inversor final que supone. Una de las implicaciones más relevantes de la titulización es la dilución de riesgos entre la mayor parte de participantes en el proceso. La titulización es una nueva fórmula de intermediación para las entidades financieras y una nueva fórmula de desintermediación para las no financieras.<sup>50</sup>

La puesta en contacto del mercado crediticio con los mercados de capitales hace que se tienda a una mejor asignación de los recursos por la voluntad de mercado de la titulización y la transformación de los créditos en activos negociables. En definitiva, si se generan más fondos prestables, a un menor coste y con una menor concentración de riesgos, el sistema financiero es más eficiente en su función básica de canalizar el ahorro hacia los participantes en el mercado que demandan fondos en las mejores condiciones de volumen, vencimiento y coste.

---

<sup>49</sup> No obstante, según ALMOGUERA (1995) existen "tasas naturales de prepago" independientes de la evolución de los tipos de interés, que en el caso de los préstamos hipotecarios pueden atribuirse a situaciones inesperadas que llevan a la venta de la vivienda como divorcios, cambios de domicilio por traslados en el trabajo, etc.

<sup>50</sup> Véase CORTÉS et al (2000).

Ya apuntamos en las consecuencias para el inversor, la posibilidad que el *rating* exigido a los bonos de titulización generalice la calificación para el resto de emisiones.

En los mercados financieros de la zona euro, los bonos de titulización aumentan el volumen y tipología de los colaterales que las entidades financieras pueden utilizar para las operaciones con el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC). Estos activos pueden figurar en la Lista 1 cumpliendo los requisitos de solvencia fijados por el Banco Central Europeo o en la Lista 2 si algún banco central nacional considera que la calidad crediticia de los bonos es suficiente. De las emisiones del mercado español la mayoría forman parte de la Lista 1.

Entre los posibles problemas comentaremos que la complejidad del proceso puede llevar a incrementar los costes de protección de los inversores; y también la posibilidad de que las entidades de crédito tiendan a titularizar sus mejores activos, los más solventes, ante la necesidad de liberar recursos propios, y ello se tradujera en un deterioro del balance del sistema bancario en su conjunto.

#### **2.1.4. ORÍGENES Y EVOLUCIÓN DE LA TITULIZACIÓN**

El nacimiento del fenómeno de la titulización podemos situarlo en el mercado hipotecario estadounidense, en la década de los 70, en un contexto de alta demanda de compra de viviendas y alzas continuadas en los precios de éstas. En Estados Unidos existe un desequilibrio geográfico entre estados demandantes y oferentes de fondos para la financiación hipotecaria,<sup>51</sup> unido a restricciones legales para que las entidades financieras canalizaran fondos de un estado a otro. Además, el sistema no propiciaba que los inversores institucionales participaran en las operaciones de financiación con garantía hipotecaria. Por todo ello se plasma la necesidad de que el mercado hipotecario se conecte de alguna manera con el mercado de capitales.

---

<sup>51</sup> *Un exceso de oferta en el este coexiste con un exceso de demanda en el oeste y el sur del país.*

En 1970 la agencia estatal Government National Mortgage Association (GNMA o Ginnie Mae), garantiza la primera emisión de titulización respaldada por préstamos hipotecarios. Las agencias estatales han jugado desde entonces un papel fundamental en el desarrollo de la titulización. Su presencia en el proceso como emisoras o aseguradoras propicia que el inversor prescinda de la complejidad de la titulización aceptando la presencia de estas agencias como una garantía suficientemente válida.

La magnitud del mercado hipotecario americano así como la de su mercado de capitales, también propiciaron el nacimiento y auge de estas emisiones. Para que una emisión sea factible debe ser capaz de absorber una serie de costes, lo que no se consigue hasta alcanzar volúmenes de emisión relativamente importantes. El tamaño del mercado americano favoreció notablemente la consecución de estos volúmenes mínimos.

También cambia la normativa fiscal de manera que el paso de los flujos de caja de los préstamos hipotecarios a los bonos de titulización queda exento de tributación; pero no es hasta 1977, que Salomon Brothers diseña la primera emisión de bonos de titulización hipotecaria fuera de balance tal y como hoy los conocemos, con un *rating* de triple A y sin el respaldo de las agencias estatales. Se titulizan préstamos hipotecarios de las carteras del Bank of America, del San Francisco Bank y del First Federal of Chicago. Es en este momento que aparece por primera vez el término *securitization*. Concretamente, Ann Monroe, columnista del Wall Street Journal, consulta sobre la operación de Salomon Brothers a Lewis S. Ranieri, implicado en ésta, que le sugiere el vocablo. Los editores del periódico se muestran en principio en desacuerdo ya que la palabra realmente no existía, pero finalmente es aceptada y ha perdurado hasta la actualidad.<sup>52</sup>

A finales de los setenta, aumentan los costes del pasivo para las entidades financieras, y simultáneamente se inicia un considerable trasvase de recursos desde estos pasivos hacia los fondos monetarios. La titulización es vista como un

---

<sup>52</sup> Según Lewis S. Ranieri en "The origins of Securitization, sources of its growth, and its future potential" en KENDALL et al (1996).

instrumento que puede paliar el problema que esta situación podía generar en los balances de las entidades financieras.

Cuando el mercado de titulización hipotecaria ya estaba ampliamente consolidado, se inician las emisiones de titulización de activos no hipotecarios. En 1985, se realiza la primera emisión pública de ABS no basada en hipotecas: Sperry tituliza derechos de *leasing* de ordenadores por valor de 192 millones de dólares. El mismo año se titulan por primera vez préstamos para la financiación de automóviles, y en 1986 se realiza la primera emisión respaldada por los cobros generados por tarjetas de crédito.

La normativa sobre solvencia de las entidades financieras y ratios de recursos propios impulsada por las conclusiones del Comité Cooke en 1988 da un nuevo impulso a la titulización. La presión a que se ven sometidas las entidades financieras para la asunción de un nivel suficiente de recursos propios es uno de los estímulos más relevantes para la titulización en los noventa.

El crecimiento de estas emisiones en el mercado norteamericano ha sido imparable. El volumen de emisiones realizadas durante 2001 fue de 350 billones de dólares.

Respecto a Europa, el desarrollo de la titulización es posterior al mercado norteamericano. La diversidad de mercados, legislación, etc., existentes en el continente y la falta de agencias que fomentaran el proceso de forma similar a como había sucedido en Estados Unidos, se apuntan como factores explicativos de este retraso comparativo.<sup>53</sup> Los pioneros de la titulización en Europa fueron el Reino Unido y Francia y sus mercados son aún hoy los más desarrollados en el contexto europeo.

La primera emisión europea se realiza en Inglaterra en 1985. Al igual que en Estados Unidos, corresponde a la titulización de hipotecas de la cartera del Bank of America. El origen de la titulización para el caso inglés se enfrentó a obstáculos

---

<sup>53</sup> Véase ALMOGUERA (1995) y DEACON (2000).

particulares derivados de los privilegios de las Buildings Societies (Sociedades de Crédito a la Construcción) en el mercado hipotecario inglés. La entrada de entidades norteamericanas que supuso la liberalización del sistema bancario en los ochenta fue el estímulo definitivo para el desarrollo de la titulización.<sup>54</sup> Vemos pues que en este caso, ninguna normativa específica sobre el tema o incentivo estatal favoreció el inicio de la titulización, no se dio la involucración de organismos oficiales comentada para el caso estadounidense.

La expansión del mercado inmobiliario inglés durante la década de los noventa impulsa definitivamente la titulización hipotecaria, iniciándose también la titulización de activos en general. Las primeras emisiones de ABS no hipotecarios corresponden a la titulización de préstamos para la compra de automóviles y recibos de *leasing*.

Posteriormente, el mercado inglés se ha caracterizado por ser uno de los más innovadores, con la titulización de múltiples colaterales como cobros derivados de tarjetas de crédito, cobros de servicios de telefonía e *internet*, o los derechos de cobro derivados de películas, programas de televisión, venta de discos, etc. Además, copa buena parte de la negociación de titulización europea concentrando en el año 2001 el 35 % de las emisiones europeas.<sup>55</sup>

En Francia la titulización se introduce bajo los parámetros dictados en 1988 por una normativa específica cuyos propósitos básicos eran facilitar la gestión de los balances de las entidades de crédito y dinamizar el mercado hipotecario mediante la introducción de la titulización. Se regula la creación de los Fonds Communs de Créances (FCC) que se articulan como vehículos para la emisión de bonos de titulización.<sup>56</sup> En este caso fue el gobierno francés el que impulsó la implantación de la titulización, en parte dada su condición de accionista en muchos de los bancos.

---

<sup>54</sup> La emisión de 1985 no tuvo continuidad hasta el punto que puede considerarse que no es hasta 1987 que se inicia realmente la titulización en Inglaterra.

<sup>55</sup> Datos extraídos de <http://www.vinodkothari.com/secuk.htm>.

<sup>56</sup> La legislación española sobre titulización se inspira en buena parte en el sistema seguido en Francia, ya que los Fondos de Titulización de Activos presentan muchas similitudes con los Fonds Communs de Créances.



Esta primera regulación era ciertamente restrictiva y prudente, impidiendo titularizar activos que no procedieran de entidades de crédito e imposibilitando la creación de fondos abiertos. El mercado no se activa realmente hasta 1990, pero a diferencia de los casos norteamericanos e inglés, los colaterales de estas primeras emisiones son préstamos no hipotecarios. Las hipotecas francesas se concedían a tipos demasiado bajos para rentabilizar la titulización y además la regulación inicial sobre titulización presentaba algunos inconvenientes jurídicos para el desarrollo de la titulización hipotecaria. Finalmente, en 1997 se flexibiliza el sistema y se autoriza la titulización de activos no originados por entidades financieras. En el año 2001 las emisiones de titulización no hipotecaria ascendieron a 3,3 billones de dólares y las de titulización hipotecaria a 1,94 billones de dólares.<sup>57</sup>

## **2.2. EL FENÓMENO DE LA TITULIZACIÓN EN ESPAÑA**

### **2.2.1. ANTECEDENTES**

#### **2.2.1.1. La Ley 2/1981 del Mercado Hipotecario, y el reglamento que la desarrolla, el Real Decreto 685/1982.**

Siguiendo el espíritu dinamizador del mercado hipotecario español que se proponía en los Pactos de la Moncloa en 1977, la Ley 2/1981, de 25 de marzo de 1981 sobre Regulación del Mercado Hipotecario, y el reglamento que la desarrolla, Real Decreto 685/1982, marcan los antecedentes de lo que será la titulización en España. Los principales objetivos del legislador, eran la potenciación de la financiación a medio y largo plazo; la creación de unos intermediarios financieros especializados que impulsaran nuestro mercado hipotecario, las Sociedades de Crédito hipotecario; y la creación de nuevos instrumentos que permitieran a las entidades obtener refinanciación. Estos instrumentos se concretaron en las cédulas, bonos y participaciones hipotecarias, cuya función era movilizar las carteras de créditos hipotecarios.

---

<sup>57</sup> Datos de The Bond Market Association.

Con la emisión de cédulas y bonos se practicaba la titulización dentro del balance, ya que los préstamos de respaldo no desaparecían del balance del prestamista, y éste seguía asumiendo el riesgo de insolvencia de los prestatarios. Las cédulas fueron los títulos que mejor acogida recibieron por parte de los mercados, pero de los tres instrumentos creados nuestro interés se centra en la participación hipotecaria, como antecedente más inmediato de la titulización en España.

En el artículo 15 de la Ley 2/1981, se autoriza a las entidades financieras a hacer participar a terceros en todo o en parte de uno o varios créditos hipotecarios de su cartera, mediante la emisión de títulos valores denominados participaciones hipotecarias.

Respecto a dichas participaciones, en el artículo 15 se concreta que: *“Las entidades a que se refiere el artículo 2º podrán hacer participar a terceros en todo o en parte de uno o varios créditos hipotecarios de su cartera, mediante la emisión de títulos valores denominados participaciones hipotecarias. No serán susceptibles de participación los créditos hipotecarios que sirvan de garantía a la emisión de bonos hipotecarios. Dicha participación podrá realizarse al comienzo o a lo largo de la vida del préstamo concedido. Pero el plazo de la participación no podrá ser superior al que reste por transcurrir para el vencimiento del crédito hipotecario ni el interés superior al establecido para éste. El titular de la participación hipotecaria tendrá acción ejecutiva contra la Entidad emisora, siempre que el incumplimiento de sus obligaciones no sea consecuencia de la falta de pago del deudor en cuyo préstamo participa dicha persona. En este caso, el titular de la participación concurrirá, en igualdad de derechos con el acreedor hipotecario, en la ejecución que se siga contra el mencionado deudor, cobrando a prorrata de su respectiva participación en la operación y sin perjuicio de que la Entidad emisora perciba la posible diferencia entre el interés pactado en el préstamo y el cedido en la participación, cuando éste fuera inferior. El titular de la participación podrá compeler al acreedor hipotecario para que inste la ejecución. Si el acreedor hipotecario no instare la ejecución judicial dentro de los sesenta días desde que fuera competido a ello, el titular de la participación podrá subrogarse en dicha ejecución, por la cuantía de su respectiva participación. Las notificaciones pertinentes se harán fehacientemente. La parte de créditos cedida*

*en participaciones hipotecarias no se computará dentro de la cifra de capitales en riesgo.”*

A raíz de este artículo la participación parecía diseñarse como un instrumento que permitía ceder los préstamos que la respaldaban, y practicar, por tanto, la titulización fuera de balance.

Pero el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, que desarrolla determinados aspectos de la Ley 2/1981, reguladora del mercado hipotecario, en su sección 7ª, referente a las participaciones hipotecarias, en el artículo 61, establece que el emisor conservará la titularidad del crédito participada; y en el artículo 65.1, que la entidad emisora es la única legitimada para ejecutar el crédito hipotecario participado. De esta forma desaparecen las expectativas para la titulización hipotecaria fuera de balance que pudiera haber auspiciado la Ley 2/1981.

#### **2.2.1.2. El Real Decreto 1289/1991**

El Real Decreto 1289/1991 modifica el Real Decreto 685/1982. Así, no es hasta la década de los noventa, dentro de las medidas que pretendían solucionar la problemática del acceso a la vivienda, que vuelve a prestarse atención a la financiación hipotecaria, y concretamente a la movilización de los préstamos hipotecarios.

La experiencia obtenida en el funcionamiento del mercado hipotecario puso de manifiesto la conveniencia de revisar determinados principios recogidos en la normativa reguladora del mismo, que resultaban demasiado rígidos y cuya flexibilización era posible abordar sin merma de las garantías que deben presidir las operaciones activas y pasivas con garantía hipotecaria.

Este fue el propósito del Real Decreto 1289/1991, de 2 de agosto, inscrito dentro del marco de la Segunda Directiva del Consejo de la CEE de 15 de diciembre de 1989, para la coordinación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas relativas al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su

ejercicio. Se intentaban eliminar aquellas disposiciones que dificultaran la expansión del mercado hipotecario.

El Real Decreto 1289/1991 modificaba diversos aspectos del de 1982, pero nos interesa especialmente la nueva redacción del apartado 3 del artículo 62, referente a las prohibiciones que afectaban a las participaciones hipotecarias, que establece que: *“Cuando la participación se realice por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento final del contrato y no exista pacto de recompra, la porción participada del crédito no se computará como activo de riesgo de la Entidad emisora. En este supuesto el emisor no podrá asumir responsabilidad alguna en garantizar directa o indirectamente el buen fin de la operación o anticipar fondos a los partícipes sin haberlos recibido del deudor.”* Es de esta manera y bajo estos supuestos que se permite al emisor dar de baja en balance al préstamo hipotecario objeto de la participación.

Pudiendo eliminarse el préstamo del balance del emisor de la participación, ya que el riesgo ha sido cedido totalmente con ésta, nos hallamos ante los primeros pasos de la titulización en España. Sin embargo, se detectan ciertas carencias en el proceso para poder hablar de titulización en sentido estricto:<sup>58</sup>

- Se transfiere del balance del emisor de la participación un solo préstamo, de modo que la característica tradicional de diversificación de riesgos no está presente. En el artículo 61.2 del Real Decreto 685/1982 se establecía que en todo caso, cada título de la emisión representará una participación en un determinado crédito hipotecario, y el Real Decreto 1289/1991 mantiene ese mismo contenido. La titulización se caracteriza por la agrupación de un conjunto de activos y por la emisión de valores con cargo al conjunto de activos en sí, con la consiguiente puesta en común del riesgo.
  
- No existe un vehículo al que se transfiera y en el que se aísle el flujo de ingresos que se deriva de la titularidad de los activos a titularizar y que respalda al flujo de pagos asociado a los títulos emitidos, que caracteriza a

---

<sup>58</sup> Véase un desarrollo de estos argumentos en GARCÍA-LEGAZ PONCE (1995).

todo proceso de titulización *stricto sensu*. La transformación a realizar de los activos a titular para emitir los valores demandados por los inversores, no será posible sin dicho vehículo.

- No existen los mecanismos de mejora crediticia, tan característicos y esenciales en la titulización en su acepción estricta.

Así, la titulización hipotecaria no se inició en nuestro país hasta la promulgación de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y regulación de los Fondos de Titulización Hipotecaria.

### ***2.2.1.3. La Ley 19/1992, sobre Régimen de las Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y regulación de los Fondos de Titulización Hipotecaria***

Con esta ley se daba el primer paso para la implantación del proceso en España, regulando la titulización de préstamos hipotecarios, y quedando excluidas, por el momento, las posibilidades de titulización de otros derechos de cobro.

La limitación del proceso a este tipo de activos se justificaba básicamente por la previsible reducción del coste de la financiación de la vivienda que se derivaría de la titulización; y también porque en el mercado hipotecario, a diferencia de otros, ya existía un marco legal previo sobre las características exigibles a los créditos titulizables. Los hipotecarios son créditos cuyos procedimientos de concesión están altamente estandarizados y con un nivel de riesgo muy limitado por la garantía hipotecaria subyacente.

En la exposición de motivos, el legislador justificaba la autorización a la creación de Fondos de Titulización Hipotecaria, como una medida que permitiría a las entidades financieras una más fácil movilización de los préstamos hipotecarios que otorgaran, lo cual estimularía la competencia entre ellas, permitiría su mayor especialización en las diversas funciones inherentes al otorgamiento y posterior

administración de los créditos hipotecarios y, en consecuencia, contribuiría a abaratar los préstamos para adquisición de vivienda.

Tal y como se establece en el artículo 5, los Fondos de Titulización Hipotecaria constituyen patrimonios separados y cerrados, carecen de personalidad jurídica, y estarán integrados en su activo por las participaciones hipotecarias que agrupen y en su pasivo por los valores emitidos, resultando nulo su valor patrimonial neto. Esta nulidad del valor patrimonial implica la inexistencia de accionistas, socios o propietarios de capital alguno. La administración y representación legal de los fondos corresponde a las Sociedades Gestoras que los hayan creado.

Se trata de fondos cerrados, tanto por el activo como por el pasivo, ya que una vez otorgada la escritura de constitución del fondo, éste no podrá sufrir alteración alguna salvo bajo supuestos excepcionales, es decir, no podrá incorporar nuevas participaciones que permitan la emisión de nuevos activos, con la excepción de las amortizaciones anticipadas de los préstamos objeto de las participaciones agrupadas en el fondo.

El fondo se extinguirá cuando se amorticen íntegramente las participaciones que agrupa, o, si así se prevé en la escritura de constitución, cuando el importe de las participaciones hipotecarias pendientes de amortización sea inferior al 10% del volumen inicial.

Respecto a los títulos emitidos, los Bonos de Titulización Hipotecaria (BTH), se exige que en el folleto de emisión figure su calificación crediticia, y se representarán exclusivamente mediante anotaciones en cuenta.

Los titulares de estos valores correrán con el riesgo de impago de las participaciones que agrupa el fondo, y no tendrán acción contra la sociedad gestora salvo por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución.

Los BTH emitidos con cargo a fondos de titulización, podrán diferir en cuanto a tipo de interés, que podrá ser fijo o variable, plazo y forma de amortización,

régimen de amortización anticipada en caso que se produzca la de las participaciones hipotecarias, derecho de prelación en el cobro u otras ventajas especiales en caso de impago de las participaciones hipotecarias. Vemos, entonces, que se permite que la emisión de BTH se estructure por tramos de diferente riesgo y remuneración.

Fiscalmente, los fondos quedan sujetos al Impuesto de Sociedades al tipo general y su constitución queda exenta del concepto "operaciones societarias" del Impuesto sobre Transmisiones Patrimoniales y Actos Jurídicos Documentados. La administración de los fondos por las sociedades gestoras queda exenta del Impuesto sobre el Valor Añadido, y las contraprestaciones satisfechas a los titulares de los BTH tendrán la consideración, en todo caso, de rendimientos del capital mobiliario. Las participaciones hipotecarias que constituyen ingreso de los fondos quedan exentas de retención.

#### ***2.2.1.4. El Real Decreto-Ley 3/1993, de medidas urgentes***

El Real Decreto-Ley 3/1993, de 26 de febrero, de medidas urgentes sobre materias presupuestarias, tributarias, financieras y de empleo, capacitó al Gobierno para regular la extensión de la titulización a otros activos no hipotecarios.

El legislador reconoce que uno de los problemas más importantes que sufren las pequeñas y medianas empresas (PYMES) es la dificultad para acceder a una financiación adecuada a sus necesidades. La falta de acceso directo al mercado de capitales, la insuficiencia de garantías ante las entidades de crédito y la carencia de información y asesoramiento contribuyen a que las PYMES tengan un menor acceso a la financiación ajena y que, dentro de ésta, dependan en mayor medida de la financiación bancaria, cuyos costes financieros son habitualmente más elevados.

Por todo ello, reconocen también la conveniencia del diseño de una estrategia que facilite la financiación de este tipo de empresas, bien a través de la potenciación

de los recursos propios, bien estableciendo un acceso más fácil y menos costoso a los ajenos.

Las medidas que con esta finalidad se contienen en el Real Decreto-ley 3/1993 permiten a las PYMES la negociación bursátil de valores, tanto de renta fija como variable, que las mismas emitan.

Asimismo, en el artículo 16, se faculta para que el Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) y del Banco de España, pueda extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias en la Ley 19/1992, con las adaptaciones que resulten precisas, a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados en general con las actividades de las pequeñas y medianas empresas.

Extiende a estos derechos de crédito que constituyan ingreso de Fondos de Titulización la exención de retención ya existente para las participaciones hipotecarias.

No obstante, esta medida no incentivó al mercado lo suficiente, y la primera titulización de los préstamos otorgados a las PYME no se realizó hasta el año 2000.

#### ***2.2.1.5. La Ley 3/1994, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria***

El legislador, consciente de que la pretensión de titularizar activos distintos de los hipotecarios, como los créditos a corto plazo, requería una adaptación del modelo de titulización existente, dicta algunas pautas para el desarrollo del proceso en la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria.



Concretamente, en su disposición adicional quinta, reitera que el gobierno podrá extender el régimen previsto para la titulización de participaciones hipotecarias a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, y establece que los fondos que se autoricen al amparo de la normativa que se dicte se denominarán Fondos de Titulización de Activos.

Reitera la exención de retención para estos derechos de crédito, y establece que se regulará el régimen jurídico de las Sociedades Gestoras de los Fondos de Titulización, que podrán asumir la administración y representación legal, tanto de los Fondos de Titulización Hipotecaria, como de los Fondos de Titulización Activos. En definitiva, nos da poco más que un nombre para intuir lo que puede ser la autorización definitiva de la titulización de activos no hipotecarios en España.

#### ***2.2.1.6. La Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional***

La primera extensión efectiva de la titulización a activos no hipotecarios, surge con la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional, donde se regulan los Fondos de Titulización de la Moratoria Nuclear.

Las fuertes inversiones que el sector eléctrico había realizado en grupos nucleares, de acuerdo con las previsiones de la demanda del Plan Energético Nacional de 1978, se enfrenta, con el Plan Energético Nacional de 1983, aprobado en 1984, al reconocimiento por parte de éste de un exceso de capacidad de generación eléctrica en relación con el crecimiento de la demanda. Así se justifica la paralización de las centrales nucleares de Lemóniz, Valdecaballeros, y la segunda unidad de Trillo, todas ellas en construcción.

Esta medida, conocida como moratoria nuclear, crea una difícil situación en los balances de las empresas involucradas, Endesa, Unión Fenosa y Sevillana de Electricidad, ya que por un lado acumulan una cifra considerable de activos improductivos y por otro el importante montante de deuda generado para financiarlos.

Dada la transitoriedad inicial de la moratoria, la compensación que recibieron las empresas eléctricas fue la posibilidad de aplicar un recargo sobre las tarifas eléctricas que les permitiera cubrir los costes financieros de la deuda acumulada para los proyectos paralizados.

La Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional (LOSEN), en su disposición adicional octava, paraliza definitivamente los proyectos afectados por la moratoria nuclear, y proporciona una solución, también definitiva, al endeudamiento de las empresas afectadas: éstas percibirían una compensación por las inversiones realizadas y el coste de su financiación mediante la afectación a ese fin de un porcentaje de la facturación por venta de energía eléctrica a los usuarios, compensación que deberá ser plenamente satisfecha en un plazo máximo de veinticinco años.

En la misma disposición, el legislador establece que: *Los titulares de los proyectos de construcción (...) podrán ceder a terceros, sin compromiso o pacto de recompra explícito o implícito, el derecho de compensación reconocido en la presente Ley. En particular, tales derechos podrán cederse, total o parcialmente en una o varias veces, a fondos abiertos que se denominarán "Fondos de Titulización de Activos resultantes de la moratoria nuclear". (...) El activo de los fondos estará integrado por los derechos a la compensación que se les cedan, y los rendimientos producidos por éstos y su pasivo por los valores que sucesivamente se emitan y, en general, por financiación de cualquier otro tipo.*

Los derechos de compensación ascendieron finalmente a 340.054 millones de pesetas correspondientes a la central nuclear de Valdecaballeros, 378.328 millones de pesetas correspondientes a la central nuclear de Lemóniz y 11.017 millones de pesetas correspondientes a la segunda unidad de Trillo. También se reconoce la compensación por el devengo de intereses generado por los importes pendientes de compensación.

El abono de estas compensaciones se sistematiza mediante el ingreso en una cuenta abierta a nombre de la Comisión del Sistema Eléctrico Nacional del 3,54%

de la facturación eléctrica de todas las compañías del país, afectadas o no por la moratoria.

Estos derechos de compensación son los que fueron cedidos por parte de las compañías eléctricas al Fondo de Titulización de Activos resultantes de la moratoria nuclear, con el compromiso del Estado de satisfacer la totalidad de la compensación antes del 31 de marzo de 2020.

Como aspectos novedosos, además de tratarse de la primera titulización no hipotecaria española, destacaremos que el legislador califica los fondos como abiertos, aunque finalmente el fondo que se constituyó fue cerrado, y que permite que el pasivo esté integrado por otros préstamos a parte de los valores emitidos. Así se da un paso más en la flexibilización del modelo de titulización.

También establece que no será obligatoria la evaluación de los valores emitidos por una entidad calificadora, ni su representación mediante anotaciones en cuenta, ni su admisión en un mercado secundario organizado español, cuando estos valores vayan dirigidos a inversores institucionales.

El Real Decreto 2202/1995, de 28 de diciembre, hacía un reconocimiento explícito del aval del Estado en las garantías ofrecidas para cada una de las cesiones del derecho de compensación que se realizaran por parte de las empresas eléctricas titulares; lo que se tradujo en la obtención de una calificación AAA.

#### **2.2.1.7. La Ley 13/1996**

Ley 13/1996, de 30 de diciembre, sobre medidas fiscales, administrativas y de orden social, reconocía un nuevo activo susceptible de titulización: el derecho de las concesionarias de autopistas al cobro de peajes, siempre que contaran con la autorización previa del órgano concedente.

Éstas eran la situación y perspectivas para la titulización de activos en España, cuando llegamos a 1998.

### **2.2.2. EL REAL DECRETO 926/1998 DE 14 DE MAYO DE 1998 QUE REGULA LOS FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS Y SUS SOCIEDADES GESTORAS. IMPLICACIONES**

Tras estos episodios que parecían augurar el despegue definitivo de la titulización en España, un inexplicable retraso legislativo hace que hasta 1998, con el Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestoras de fondos de titulización, no se regule y autorice definitivamente la titulización de activos no hipotecarios.

El legislador es continuista en el sentido de basarse en el modelo establecido por toda la legislación anterior. Entonces, el gran avance de este Real Decreto, está en la incorporación de una mayor flexibilidad a todo el proceso.

El Real Decreto se estructura en dos capítulos que hacen referencia a los fondos de titulización de activos y a las sociedades gestoras de fondos de titulización, respectivamente.

#### **2.2.2.1. Los Fondos de Titulización de Activos**

Se establece que éstos son patrimonios separados, sin personalidad jurídica, en cuyo activo se agrupan activos financieros y otros derechos, y con un pasivo constituido por los valores de renta fija emitidos, préstamos concedidos por entidades de crédito y aportaciones de inversores institucionales con derecho al posible remanente resultante de la liquidación del fondo.

Se exige, como norma general, que los valores de renta fija emitidos constituyan un porcentaje superior al 50% del pasivo. Vemos que la infraemisión de títulos, como mecanismo de mejora crediticia, queda totalmente respaldado por la legislación.

El Real Decreto 926/1998 remite a la Ley 19/1992, de 7 de julio, para los términos no contemplados en éste sobre los fondos de titulización de activos.

Uno de los grandes avances que supone este real decreto está en su artículo 2, cuando describe el tipo de activos que constituirán el activo de los fondos:

*Artículo 2. 1. Podrán incorporarse a un fondo de titulización de activos activos de naturaleza homogénea que pertenezcan a alguna de las categorías siguientes:*

- a) Derechos de crédito que figuren en el activo del cedente.*
  
- b) Derechos de crédito futuros que, constituyendo ingresos o cobros de magnitud conocida o estimada, su transmisión se formalice contractualmente, probando, de forma inequívoca, la cesión de la titularidad. Se entenderán incluidos en el presente apartado:*
  - 1º) El derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas, en los términos de la disposición adicional quinta de la Ley 8/1972, del 10 de mayo, sobre construcción, conservación y explotación de las autopistas en régimen de concesión, conforme a lo prescrito en el artículo 157 de la Ley 13/1996, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social. En este marco, se atenderá a las reglas especiales en cuanto a la autorización administrativa pertinente y al régimen jurídico aplicable a la concesión.*
  
  - 2º) Los restantes derechos de naturaleza análoga a los anteriores que se determinen por Orden del Ministro de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en su caso, del Departamento Ministerial por razón de la materia. Dicha determinación específica, que será objeto de publicación en el Boletín Oficial del estado, establecerá, en su caso, las condiciones de la cesión a un fondo de titulización de activos.*

Así, los activos que se incorporen a un fondo de titulización deberán ser homogéneos entre sí y, lo que resulta más innovador, pueden tratarse de derechos de crédito existentes, presentes, pero también se admite la titulización de derechos de cobro futuros, siempre que se conozca o pueda preverse su magnitud, aunque no figuren en el activo del cedente.

El avance es importante; no obstante, la norma autorregula esta variedad derivando la decisión al Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV, de lo que se deduce la intención de que la titulización de derechos de cobro futuros se implante de manera paulatina. El único derecho de cobro no activado que parece quedar liberado de esta autorización previa son los derechos de cobro correspondientes a peajes de autopistas.

Así, parece que la intención del legislador, es que la experiencia de la titulización de activos no hipotecarios, se inicie con derechos que figuren en el activo del cedente, para después, gradualmente, autorizar la titulización de derechos de cobro futuros.

Las cesiones de créditos a un fondo de titulización también deberán cumplir una serie de requisitos de carácter subjetivo, objetivo y formal que se describen en el mismo artículo 2.

Los de carácter subjetivo se refieren a la exigencia al cedente de tener sus cuentas auditadas en los tres últimos años, y con opinión favorable en el último; depositar sus cuentas anuales en la CNMV para darles publicidad; e informar de las operaciones de titulización en las memorias anuales afectadas por éstas.

Los requisitos de carácter objetivo, dejan clara la intención del legislador para que la titulización sea en sentido estricto. La cesión de los activos ha de ser plena, incondicional y hasta el vencimiento, y sin ninguna garantía por parte del cedente, que sólo conservará la administración y gestión del crédito cedido, salvo pacto en contrario. El riesgo de los activos cedidos queda totalmente desvinculado del balance del originador.

Finalmente, como requisitos formales, se exige la formalización de la cesión en un documento contractual, y en el caso de fondos abiertos, cada nueva incorporación de activos implicará la entrega a la CNMV de la documentación que detalle los activos a incorporar.

Respecto al pasivo de los fondos, se exige que los valores emitidos se negocien en mercados secundarios organizados, a no ser que la emisión se dirija exclusivamente a inversores institucionales, así como la calificación del riesgo por parte de una entidad calificadoras reconocida por la CNMV. También faculta a la CNMV a exigir *ratings* mínimos.

Los artículos 3 y 4 establecen las características que determinan que el fondo sea cerrado o abierto. En el caso de los fondos cerrados, como norma general, a partir de su constitución no se modifican ni su activo ni su pasivo.

Los fondos abiertos son aquellos cuyo activo, pasivo, o ambos pueden modificarse después de la constitución del fondo. Las modificaciones contempladas son, en el pasivo, cuando esté prevista la emisión sucesiva de valores o la concertación de nuevos créditos, y en el activo, cuando tenga carácter de renovable. También se contempla la ampliación del activo por estar prevista la incorporación de nuevos activos y las consecuentes emisiones de nuevos valores o concertación de nuevos préstamos.

De esta manera se concreta uno de los grandes avances del Real Decreto 926/1998, la posibilidad de constituir fondos abiertos. Éstos posibilitan una mayor adecuación del vehículo a las necesidades de financiación y a las características de los activos cedidos.

La apertura por el activo, facilita la titulización de créditos a corto plazo y de créditos futuros, por la posibilidad de realizar en éste sucesivas modificaciones. Con la autorización a la creación de fondos abiertos, se reduce el coste que supondría para la titulización de activos a corto y medio plazo la creación de sucesivos fondos.

Respecto a los requisitos de constitución de los fondos, el artículo 5 establece que deberá comunicarse el proyecto de constitución del fondo a la CNMV. También la aportación y registro previo por la CNMV de los documentos acreditativos precisos para la constitución del fondo y de los activos a agrupar en el mismo, junto con el proyecto de escritura pública de constitución del Fondo de Titulización de Activos. Se requiere también la aportación de los informes elaborados bien por las sociedades gestoras, bien por auditores de cuentas u otros expertos independientes con aptitud suficiente, a juicio de la CNMV, sobre los activos que constituirán el activo del Fondo de Titulización de Activos. Este requisito podrá ser excepcionado por la CNMV, atendiendo al tipo de estructura, y a las circunstancias de mercado y de protección de los inversores.

Además, como ya comentábamos al hacer referencia al pasivo de los fondos, deberán aportarse los informes de las agencias calificadoras, y por último, se exige la verificación y registro por la CNMV de un folleto informativo sobre la constitución del Fondo de Titulización de Activos y los pasivos que financiarán al mismo.

Cuando la emisión de valores se dirija exclusivamente a inversores institucionales, bastará con la comunicación previa y la aportación a la CNMV de la escritura de constitución.

Por último, destacaremos los requisitos de transparencia bajo los que se fijan los contenidos mínimos de la escritura pública de constitución del fondo. Se establece que en ella se identificarán los activos agrupados en el fondo, el régimen previsto para su administración y gestión de cobro y, en su caso, las reglas de su sustitución; se detallarán las características jurídicas y económico-financieras definitorias de aquéllos y los saldos, rendimientos, flujos financieros, condiciones de cobro, fechas de vencimiento y sistemas de amortización.

En los casos de derechos de crédito futuros deberán especificarse las bases e hipótesis utilizadas en su estimación o cuantificación.



También se definirán las características financieras de los valores que se vayan a emitir, o las de cada una de las clases si fueran varias, así como de los créditos y aportaciones.

Se establecerán las demás reglas a las que haya de ajustarse el fondo, determinándose las operaciones de mejora crediticia que vayan a concertarse.

Por último, se determinarán las reglas con arreglo a las cuales se regirá el proceso de liquidación del fondo.

Cuando se trate de fondos abiertos por el activo, la escritura deberá precisar la entidad o tipos de entidades cedentes de los activos que adquiera o vaya a adquirir el fondo, en el momento inicial o con posterioridad a su constitución; especificar el límite temporal de vida del fondo y, en el caso de fondos ampliables, su importe máximo; y prever el mecanismo por el que quedarían salvaguardados los derechos de los inversores en caso de vicios ocultos, falsedades o negligencias que afecten a los activos adquiridos con posterioridad al momento de la constitución.

Respecto a los informes de expertos que se mencionan como requisito de constitución del fondo en el artículo 5, tendrán por objeto la revisión y verificación de la existencia, titularidad y condiciones de los activos que serán objeto de agrupación en el Fondo de Titulización de Activos, y la puesta de manifiesto, bajo la responsabilidad de sus autores, de la exactitud de los datos contenidos al respecto en los documentos e informaciones para la constitución del fondo. Se permitirá, a tal efecto, la utilización de técnicas de muestreo generalmente admitidas.

En el caso de derechos de crédito futuros, el informe versará sobre la razonabilidad de las hipótesis utilizadas para la estimación de los ingresos o flujos futuros de fondos, la posibilidad de concurrencia de tales ingresos, parámetros o variables, la determinación de su valor actual o presente, así como de los procedimientos y parámetros utilizados para su actualización.

Como requisitos de información de los fondos, se establece que con periodicidad anual, las sociedades gestoras deberán aportar a la CNMV las cuentas anuales y el informe de auditoría de los fondos de titulización de activos que administren, así como, en su caso, los informes sobre la incorporación de nuevos activos.

Respecto a los fondos, por último, se establece un conjunto de supuestos de extinción:

*Artículo 11. Extinción de los fondos.*

*Los fondos de titulización de activos se extinguirán por las causas siguientes:*

- a) Las que expresamente se prevean en la escritura pública de constitución del fondo.*
- b) Cuando, a juicio de la sociedad gestora, concurren circunstancias excepcionales que hagan imposible, o de extrema dificultad, el mantenimiento del equilibrio financiero del fondo.*
- c) En los casos de sustitución forzosa previstos en el artículo 19 de este Real Decreto.*
- d) Cuando se produzca un impago indicativo de un desequilibrio grave y permanente en relación con alguno de los valores emitidos o con algún crédito no subordinado o se prevea que se va a producir. En este caso, la sociedad gestora, tras informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, procederá a la liquidación ordenada del fondo, conforme a las reglas establecidas al efecto en la escritura pública de constitución del fondo de titulización de activos.*
- e) Cuando en el supuesto de que el fondo sea cerrado, se produzca la amortización íntegra de su activo.*

### **2.2.2.2. Las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización**

Las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización se crean con el objetivo único de la constitución, administración y representación legal de los fondos de titulización. Como gestoras de negocios ajenos, representan y defienden los intereses de los titulares de los valores emitidos con cargo a los fondos que administran.

Son sociedades anónimas con un capital social mínimo de 150 millones de pesetas, con un consejo de administración formado por al menos cinco miembros. En su denominación social debe incluirse la expresión "Sociedad Gestora de Fondos de Titulización" o su abreviatura "S.G.F.T."

La autorización para su creación corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la CNMV. Una vez obtenida esta autorización y tras su constitución, deben inscribirse en el Registro Mercantil. Tras todo ello y antes de iniciar sus actividades, en el plazo de seis meses a partir de la concesión de la autorización, deben inscribirse en el Registro Especial abierto al efecto por la CNMV. En caso contrario, la autorización quedaría sin efecto.

En el artículo 12.2., el Real Decreto 926/1998 establece las obligaciones de las sociedades gestoras:

- a) Contar con expertos de probada experiencia en la materia o contratar los servicios de asesores independientes que gocen de ella.*
- b) Valorar los riesgos del activo con diligencia y rigor.*
- c) Redactar el folleto con transparencia y claridad.*
- d) Evitar situaciones que supongan conflictos de intereses y dar prioridad a los tenedores de los valores y financiadores.*

- e) *Extremar los niveles de diligencia e información y la defensa de los intereses de los titulares de los valores.*
- f) *Cumplir con todas las obligaciones de información que se contienen en la legislación sobre Mercados de Valores.*
- g) *Disponer de documentación detallada sobre las operaciones realizadas.*
- h) *En todo caso, cumplir con las normas de conducta previstas en la legislación sobre Mercados de Valores.*

Las gestoras son responsables frente a los tenedores de los valores y el resto de acreedores de todos los perjuicios que a éstos pudiera ocasionar el incumplimiento por parte de las gestoras de sus obligaciones.

La precisión de los deberes concretos en que se materializa su función, deja claro que las gestoras no responden del resultado o riesgo de crédito resultante de la operación de transformación de flujos, sino que son responsables de una gestión diligente del patrimonio. Su obligación es de medios y no de resultado.

### **2.2.2.3. Legislación posterior**

#### **2.2.2.3.1. Ley 49/1998, de 30 de diciembre de Presupuestos Generales del Estado para 1999**

La ley de Presupuestos Generales del Estado para 1999, incorporó, en su artículo 53 (correspondiente al título V, de las operaciones financieras, capítulo II, avales públicos y otras garantías), la habilitación al Ministerio de Economía y Hacienda para el otorgamiento de avales que garantizaran valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos. Su objeto fue el de mejorar la actividad productiva empresarial.

El apartado cuatro del artículo faculta al Ministro de Economía y Hacienda para que establezca las normas y requisitos a los que se deberán someter los convenios a suscribir entre el Ministerio y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización de Activos inscritas en los Registros de la CNMV.

*2.2.2.3.2. Orden Ministerial de 28 de mayo de 1999 sobre Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial*

Esta Orden Ministerial viene a dar cumplimiento a la anterior disposición buscando un doble objetivo. De una parte, permitir a las pequeñas y medianas empresas beneficiarse de las ventajas de los mecanismos de financiación basados en el mercado de capitales. De otra, fomentar el instrumento de la titulización para alcanzar grados de desintermediación financiera homologables a los que son característicos de los países de nuestro entorno.

En ella se establece el régimen y contenido de los convenios que se podrán suscribir por el Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera, y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización de Activos inscritas en el Registro de la CNMV con el objeto de promover la constitución de fondos de titulización de activos para favorecer la financiación empresarial.

Se establecen también los requisitos que deberán cumplir los fondos constituidos al amparo del correspondiente convenio, para beneficiarse del aval del Estado para garantizar los valores de renta fija que emitan.

*2.2.2.3.3. Orden Ministerial de 13 de abril de 2000, que modifica la Orden 29-12-1992 sobre recursos propios y supervisión en base consolidada de las sociedades y agencias de valores y sus grupos y la Orden 30-12-1992 sobre normas de solvencia de las entidades de crédito*

Con el objeto de adaptar los requisitos de solvencia impuestos a las entidades financieras españolas a los que soportan sus competidoras europeas, esta orden

ministerial pretende acomodar a su riesgo estimado los requisitos de solvencia que se exigen por mantener en balance varios tipos de activos, procurando que dichas exigencias sean similares a las de sus competidores comunitarios.

El legislador mejora el tratamiento de los bonos de titulización de activos, que al no estar recogidos hasta el momento en la regulación de solvencia, recibían, independientemente de su calidad crediticia, una ponderación del 100 por 100. Esta orden les concede la ponderación del activo de peor calidad que los respalda, con lo que los bonos de titulización de riesgos que ponderan al 20 por 100 o al 50 por 100 reciben un tratamiento más beneficioso.

#### *2.2.2.3.4. Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero*

Con la entrada en vigor esta ley, conocida como "Ley Financiera de 2002", se permite a las entidades (generalmente de crédito) aumentar la proporción de las carteras hipotecarias que pueden ceder a fondos de titulización de activos a través de la figura de la participación hipotecaria, la cual en este caso se emitirá y comercializará con la denominación de "certificado de participación hipotecaria". Con ello se pretenden mejorar las condiciones de financiación de las PYME que deben recurrir a la garantía hipotecaria para obtener financiación bancaria.

En su artículo 18, sobre la ampliación del objeto de la participación hipotecaria, se establece que las participaciones hipotecarias agrupadas en los fondos de titulización de activos podrán corresponder a préstamos y créditos que no reúnan los requisitos establecidos en la sección 2.<sup>a</sup> de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario. Estos requisitos son, entre otros, que se trate de primera hipoteca y máximo del 80% del valor de tasación.

*2.2.2.3.5. Orden de 29 abril de 2003 que modifica la Orden de 28-12-2001, sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial*

Los denominados FTPYME fueron creados por la Orden Ministerial de 28 de mayo de 1999, sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial. Se trata de un instrumento de apoyo público a la financiación a la pequeña y mediana empresa, por el que se prevé la posibilidad de que el Tesoro avale parte de los bonos emitidos por Fondos de Titulización que agrupan en su activo préstamos concedidos por entidades de crédito a empresas no financieras, de las cuales un determinado porcentaje tienen que ser PYME.

Posteriormente, la Orden de 28 de diciembre de 2001 sobre los Convenios de Promoción de Fondos de Titulización de Activos para favorecer la financiación empresarial modificó sustancialmente el marco regulador de los FTPYME. En efecto, la citada norma elevó la calificación mínima de los bonos avalados a A o asimilados y aumentó el porcentaje que la financiación a pequeñas y medianas empresas debe suponer en el activo de los FTPYME, así como el porcentaje de la liquidez que obtienen las entidades de crédito cedentes que éstas deben reinvertir en préstamos a PYME hasta el 50 por 100.

La experiencia acumulada durante el período de vigencia de la citada norma, caracterizado por el enorme crecimiento de la demanda de avales, hacen necesaria una modificación de la misma, siguiendo la pauta ya iniciada con la Orden de 28 de diciembre de 2001, esto es, reduciendo el riesgo asumido por el Estado y fomentando la eficacia de este instrumento como medida de apoyo a la pequeña y mediana empresa. Así la presente orden eleva, en primer lugar, la calificación crediticia mínima de los bonos avalados a AA, Aa o asimilados y, en segundo lugar, aumenta al 80 por 100 tanto el porcentaje que la financiación a pequeñas y medianas empresas debe suponer en el activo de los FTPYME, como el porcentaje de la liquidez que obtienen las entidades de crédito cedentes que éstas deben reinvertir en préstamos.

### **2.2.3. EL MERCADO DE BONOS DE TITULIZACIÓN EN ESPAÑA**

#### **2.2.3.1. Introducción**

En España, como en la mayor parte de los países del resto del mundo y tal y como se deduce de la legislación expuesta anteriormente, las primeras emisiones de titulización correspondieron a bonos de titulización hipotecaria. La primera emisión se registra en julio de 1993 y corresponde a *HIPOTEBANSA I* de Santander de Titulización.

Así, hasta la entrada en vigor del Real Decreto 926/1998 que autoriza la titulización de activos no hipotecarios la titulización es estrictamente hipotecaria, a excepción única de los bonos correspondientes a las compensaciones derivadas de la moratoria nuclear. Estas primeras emisiones hipotecarias se caracterizaban por su seguridad<sup>59</sup> y su alta rentabilidad.<sup>60</sup> La reducción de estas emisiones en 1996 se debe a la incertidumbre que provocó en los originadores la aprobación de la ley de subrogación hipotecaria Ley 2/1994 por el aumento del riesgo de amortización anticipada que esta implicaba y las posibles consecuencias sobre los bonos de titulización hipotecaria. La imposibilidad en aquel momento de constituir fondos abiertos que permitieran sustituir los préstamos hipotecarios fue un freno más para las nuevas emisiones.

No obstante durante el mismo período se gesta una de las mayores operaciones de titulización del mercado español con la emisión de los bonos de titulización de activos resultantes de la moratoria nuclear comentada en el epígrafe 2.2.1.6. Pero a excepción de este repunte en el volumen de emisiones en 1996, no es hasta 1998 con la autorización de la titulización de activos no hipotecarios cuando se produce el despegue definitivo de la titulización en España.

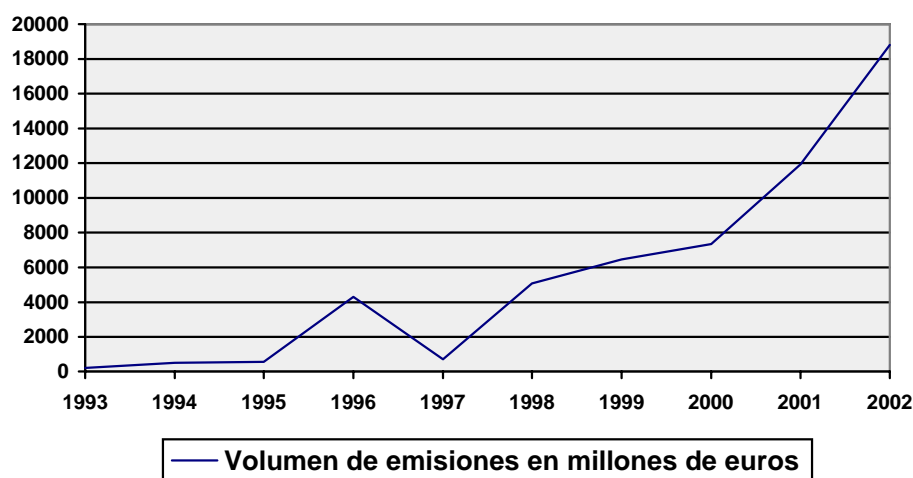
---

<sup>59</sup> Los préstamos hipotecarios titulizados representaban el 50% del valor de la garantía.

<sup>60</sup> Para una revisión del mercado de titulización hipotecaria español hasta el año 2000 véase REDONDO et al (2001).



**Gráfico 2.2. Volumen de emisiones de bonos de titulización en España (1993-2002)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AIAF

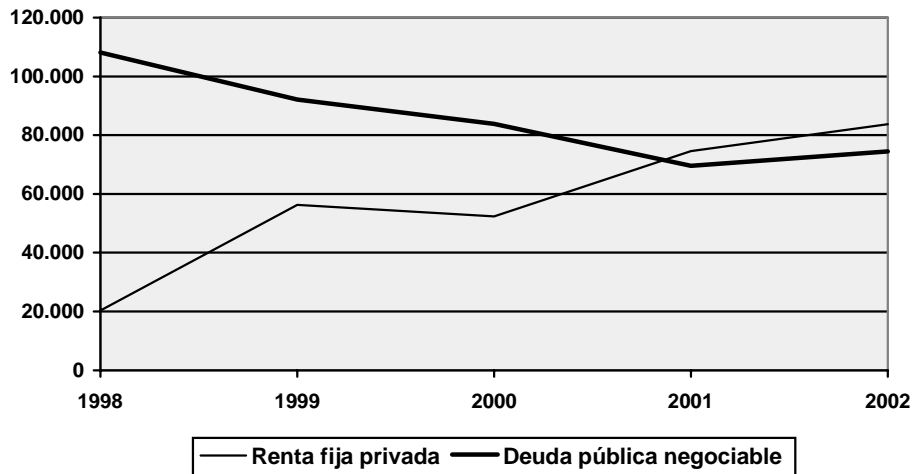
Si observamos el Gráfico 2.2. vemos que tras la entrada en vigor del Real Decreto 926/1998 el volumen de emisiones se multiplica por 25 en apenas cinco años. Durante este quinquenio, la importancia de las emisiones de titulización ha sido creciente, no sólo en términos absolutos, sino también en relación al resto de emisiones de renta fija privada. La flexibilización de la regulación financiera, la mayor institucionalización del ahorro y el avance de la calificación crediticia<sup>61</sup> han impulsado la titulización en España, si bien es a partir de 1998, tras la entrada en vigor del Real Decreto 926/1998, cuando comienza su verdadera expansión.

Como decíamos, aunque la titulización fuera de balance se iniciara en 1992, su verdadero desarrollo no se da hasta 1998, con la regulación de la posibilidad de titularizar activos y derechos de cobro no hipotecarios. El despegue de la titulización en España, se enmarca en un período en que las menores necesidades de recursos financieros por parte del sector público han proporcionado más margen para los emisores privados, revirtiendo el llamado efecto *crowding out*, que

<sup>61</sup> Según GARCÍA-VAQUERO et al (2003).

consistía en la expulsión del sector privado de los mercados de financiación. Es también a partir de 1998 que se produce un sensible descenso de las emisiones de deuda pública y se inicia un proceso de desintermediación financiera derivado del avance de la inversión colectiva en España. En este contexto, el mercado de renta fija privada denominada en euros ha experimentado un rápido crecimiento, facilitando la financiación empresarial en la zona euro. A ello contribuyó el lanzamiento de la moneda única al comienzo de 1999. Al suprimirse el riesgo de cambio entre las monedas participantes en la Unión Monetaria los inversores tendieron a diversificar más sus carteras de deuda, incrementándose el número de participantes en el mercado, y lográndose una mayor liquidez.

**Gráfico 2.3. Volumen de emisiones de renta fija privada y de las AAPP en España (1993-2002)**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de la CNMV

Otros factores también contribuyeron a la expansión del mercado de renta fija europea, como el aumento de la actividad empresarial y los procesos de adquisiciones y fusiones, impulsados por el mercado único. Asimismo, también facilitó la ampliación del mercado de renta fija privada el interés de los inversores por conseguir mayores rentabilidades con un riesgo razonable en un entorno de

tipos de interés muy bajos. Junto a los anteriores, otro factor a destacar es la aceptación del uso de valores privados en las operaciones de regulación monetaria del área euro, con el consiguiente valor añadido para su tenencia por parte de las entidades financieras. Igualmente, la tendencia a la desintermediación financiera también favoreció el mercado de renta fija privada europea. El crecimiento del mercado de la renta fija europea se enmarca dentro de la orientación actual hacia una estructura más titulizada.

En este contexto, en 1999, la emisión neta de renta fija privada española superó a la pública por primera vez en la década. A ello contribuyeron en gran medida cambios de fiscalidad y de modernización de los mercados secundarios. Así, se suprimió la retención en el impuesto de sociedades para las rentas derivadas de la renta fija negociada en un mercado secundario oficial, representada por anotaciones en cuenta y emitida a partir de 1999. De este modo, se equiparó el tratamiento de las retenciones de la renta fija privada con la pública para los inversores institucionales. Con esta modificación, la renta fija privada ganó predicamento para los fondos de inversión y de pensiones, que son los mayores inversores en renta fija. Por otra parte, también se eximió de retención a las transmisiones de deuda con rendimientos explícitos (bonos con cupones) para el impuesto sobre la renta de las personas físicas en el caso de valores anotados en cuenta y con cotización oficial. Por otro lado, la admisión de deuda privada como colateral en las subastas de regulación monetaria del Eurosistema también aumentó su atractivo. Así, en el siguiente epígrafe nos centramos en la evolución del mercado de bonos de titulización en España a partir de 1998.

### ***2.2.3.2. Las emisiones de titulización en España durante el período 1998-2002***

Iniciamos este recorrido por las emisiones de titulización en España en mayo de 1998, dado el empuje que la publicación del Real Decreto 926/1998 que regula los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras podía suponer para este tipo de emisiones. No obstante, como ya avanzamos, no es sólo la titulización, sino el mercado de renta fija en general, que ve favorecida su eclosión en 1998. La introducción del euro, el descenso de las emisiones de las

administraciones públicas y un contexto económico favorable acompañado de bajos tipos de interés, estimula las emisiones privadas en general y especialmente, las del sector bancario. El fuerte incremento experimentado por la demanda de préstamos hipotecarios propició de forma clara el aumento en el número y volumen de emisiones de las entidades financieras. Éstas son, junto a los fondos de titulización, los principales emisores de renta fija privada en 1998. Las emisiones de titulización del período corresponden en su totalidad a bonos de titulización hipotecaria, a excepción de la realizada en noviembre por el Fondo de Titulización de Activos Santander I. Este fondo se crea por un periodo de 20 años, y tendrá el carácter de fondo abierto, renovable y ampliable. A través de este vehículo se emiten pagarés de titulización, que están respaldados por créditos del Banco Santander de vida inferior a 18 meses que adquiere el fondo.

En 1999, el mercado de renta fija privada español experimenta su expansión definitiva, siendo el volumen de emisiones registrados en la CNMV durante este periodo más del doble que el del año anterior; habiéndose iniciado ya en 1998 esta tendencia con incrementos en el volumen de las emisiones de casi el 50%. Los factores específicos que contribuyen a este crecimiento de la renta fija privada en España son básicamente los cambios en la fiscalidad y la aceptación de la renta fija privada como garantía en las operaciones de regulación monetaria del área euro. La supresión de las retenciones fiscales a los intereses devengados por los valores de renta fija privada representados mediante anotaciones en cuenta y cotizados en mercados secundarios oficiales, regulada en el Real Decreto 2717/1998, de 18 de diciembre, se considera un revulsivo para el mercado de pagarés. Hasta esta reforma fiscal de finales de 1998, los rendimientos generados por los pagarés estaban sujetos a retención en su totalidad; mientras que para los activos con rendimiento explícito o cupón, la retención no se aplicaba a los rendimientos implícitos, que tributaban como ganancias de capital. Respecto a las garantías aceptadas por las autoridades monetarias, en el nuevo sistema de adjudicación de liquidez del Banco Central Europeo, los colaterales se amplían de la deuda pública que exigía el Banco de España, a la mayoría de activos de renta fija privada.

En este contexto, en 1999 se realizan emisiones de renta fija privada por valor de más de 56 millardos de euros, de los que 6,8, más de una cuarta parte de las

emisiones a largo plazo, corresponden a bonos de titulización. En la CNMV se registraron 14 nuevas emisiones, todas ellas correspondientes a bonos de titulización hipotecaria, hecho que podría explicarse por el dinamismo del mercado inmobiliario y las expectativas alcistas en los tipos de interés, que impulsaron una mayor movilización de las carteras de créditos hipotecarios de bancos y cajas a través de la titulización. La sociedad gestora Titulización de Activos (TDA) promovió alrededor de un tercio de estas emisiones. Los 5 fondos constituidos por TDA durante 1999, agrupaban participaciones hipotecarias emitidas por Monte de Piedad y C.A. de Huelva y Sevilla, Caixa Terrassa, Caja G.A. de Granada, Caixa Penedés, Caja España, Caja de Castilla La Mancha, Caja Duero, Sa Nostra Caixa de Balears, C. A. de Santander y Cantabria, Caja del Círculo Católico de Burgos, Caja Ingenieros, Caja Rural Vasca, C.A. del Mediterráneo, Caja Laboral, Bilbao Bizkaia Kutxa, Banco Pastor y Banco Guipuzcoano. También promueven la constitución de fondos de titulización hipotecaria las gestoras Europea de Titulización (participada en un 82% por BBVA), Santander Central Hispano Titulización, Ahorro y Titulización (participada en un 50% por la Confederación Española de Cajas de Ahorros), Gesticaixa (participada en un 82% por Caixa Holding) y Gestión de Activos Titulizados, del grupo Caixa Catalunya. Respecto al corto plazo, continúan las emisiones de pagarés del Fondo de Titulización de Activos Santander I.

En 2000, las emisiones de renta fija privada se mantienen en un nivel elevado, aunque experimentan un leve retroceso respecto a 1999; éste se deriva del descenso en el volumen de emisiones a largo plazo, ya que el volumen de emisiones de pagarés continua con su trayectoria claramente ascendente.

**Tabla 2.1. Emisiones y programas de renta fija registrados en la CNMV. Distribución por instrumentos (Importes nominales en millones de euros)**

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>A Largo Plazo</b>	15.256	23.773	17.938	29.463	38.129
Bonos y obligaciones no convertibles	6.039	7.354	4.974	7.076	3.647
Bonos y obligaciones convertibles	452	800	132	456	238
Cédulas hipotecarias	3.093	4.433	2.643	6.078	11.704
Bonos de titulización	5.072	6.770	7.308	11.793	18.803
Participaciones preferentes	600	4.416	2.880	4.060	3.737
<b>A Corto Plazo</b>	5.061	32.555	34.366	45.173	45.576
Pagarés de empresa	3.859	32.254	32.967	44.029	44.456
Pagarés de titulización	1.202	301	1.399	1.144	1.120
<b>Total</b>	20.316	56.328	52.304	74.635	83.705

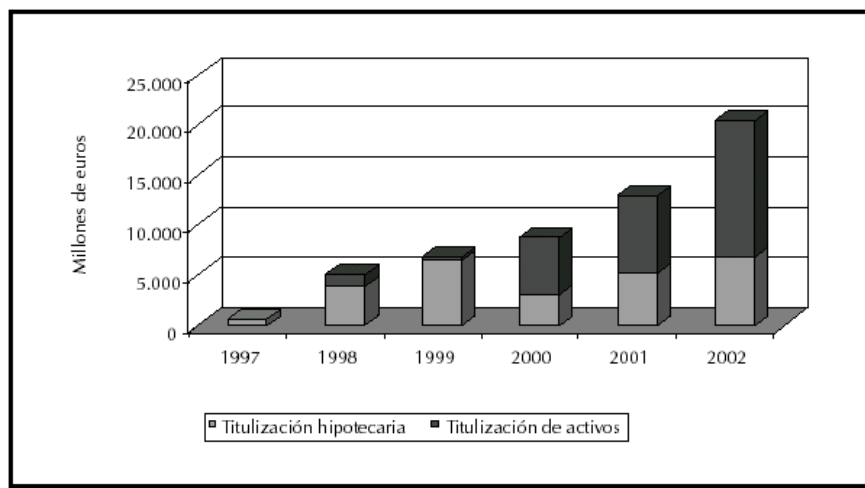
Fuente: CNMV (2003)

Respecto a los bonos de titulización, en 2000 coexisten el descenso en el volumen de emisiones de titulización hipotecaria con las primeras emisiones de bonos de titulización no hipotecaria. Las emisiones de titulización hipotecaria se reducen de los más de 6 millardos de 1999 a 3 millardos de euros en 2000. Sólo emiten títulos hipotecarios 7 fondos y las gestoras a que corresponde un mayor volumen de emisiones son Titulización de Activos (TDA) de nuevo, y también la del Grupo Santander. En cambio, el año 2000 se caracteriza por una notable actividad en el ámbito de la titulización de activos. Desde su regulación en mayo de 1998, sólo se había constituido el Fondo de Titulización de Activos Santander I, inscrito en la CNMV en noviembre del mismo año, que venía emitiendo pagarés desde entonces. En 2000, mientras este fondo sigue con sus emisiones de pagarés de titulización,

otros 6 fondos registran emisiones de bonos de titulización de activos por valor de más de 4 millones de euros.

**Gráfico 2.4. Volumen de emisiones: BTH y BTA (1997-2002)**

**EMISIONES DE TITULIZACIÓN REGISTRADAS EN LA CNMV**



Fuente: CNMV (2003)

Los fondos "Fondo de Titulización de Activos BBVA-1", "Fondo de Titulización de Activos BBVA-2 FTPYME ICO" y "BCL Municipios I Fondo de Titulización de Activos"; gestionados por Europea de Titulización, son el vehículo a través del que se instrumenta la titulización de préstamos y créditos concedidos a grandes empresas por el BBVA, préstamos concedidos a PYMES por el BBVA y préstamos concedidos a ayuntamientos españoles por el Banco de Crédito Local, respectivamente.

De la gestora Titulización de Activos (TDA) dependen los fondos "FTPYME ICO-TDA 1, Fondo de Titulización" y "TDA 13-Mixto, Fondo de Titulización de Activos". Sus activos los constituyen derechos de crédito derivados de operaciones de financiación a Pequeñas y Medianas Empresas de la Línea PYMES del ICO cedidos

por Banco Sabadell, Bansabadell Leasing, Banco Pastor, Caja Rural de Navarra, Caja Rural del Jalón, Caja Rural de Zaragoza, Caja Rural de Huesca, Caja Rural de Salamanca, Caja Rural de Burgos, Caja Rural de Zamora, Caja Rural del Duero, Caixa Rural de Benicarló, en el primer caso; y participaciones hipotecarias, en el segundo. El fondo "TDA 13-Mixto, Fondo de Titulización de Activos" es el primero constituido en España que moviliza préstamos hipotecarios *non confirming*, introduciendo un importante elemento diferencial respecto a los tradicionales Fondos de Titulización Hipotecaria y ampliando a los cedentes la lista de activos de sus balances que pueden ser objeto de cesión.

Por último, el fondo "AyT.3 FTPYME", de la gestora Ahorro y Titulización, emitió bonos de titulización respaldados con derechos de crédito derivados de operaciones de financiación a Pequeñas y Medianas Empresas de la Línea PYMES del ICO, cedidos por diversas cajas de ahorros españolas.

Por tanto, entre los 6 fondos de titulización de activos registrados en 2000, 3 se constituyen al amparo del convenio de colaboración entre el Ministerio de Economía y las sociedades gestoras para promover la financiación de pequeñas y medianas empresas, regulado en aquel momento por la Orden Ministerial de 28 de mayo de 1999; y en cualquier caso, todos los fondos de titulización de activos registrados en 2000 se crean para titular préstamos o créditos cedidos por entidades financieras.

En 2001, las emisiones de renta fija privada mantienen su protagonismo, al concentrar más de la mitad de las emisiones de renta fija españolas. El incremento de más de un 40% en el volumen de emisiones, se deriva de sendos incrementos en el volumen de activos emitidos tanto a corto (31,4%) como a medio y largo plazo (64,2%), destacando en estos últimos segmentos el aumento de las emisiones respaldadas por activos: cédulas hipotecarias y bonos de titulización. El importante incremento asociado al volumen de emisión de cédulas se debe prácticamente en su totalidad a las emisiones de La Caixa y Cajamadrid, que concentraron el 97% del importe registrado.



Respecto a los bonos de titulización, el incremento en sus emisiones es de más del 60% respecto a las registradas en 2000. Éste se deriva del aumento en el volumen de las emisiones tanto de bonos de titulización hipotecaria, como de bonos de titulización de activos. Estas emisiones suponen el 43% y el 57% respectivamente, de los bonos de titulización registrados en 2001, por lo que por segundo año consecutivo, la titulización de activos no hipotecarios supera a la titulización hipotecaria. Entre los fondos de titulización hipotecaria que registran emisiones de bonos en 2001, destacan tres promovidos por La Caixa, "Foncaixa Hipotecario 2, Fondo de Titulización Hipotecaria", "Foncaixa Hipotecario 3, Fondo de Titulización Hipotecaria" y "Foncaixa Hipotecario 4, Fondo de Titulización Hipotecaria", que aglutinan emisiones por valor de 2,7 millardos de euros, más de la mitad del total de emisiones de titulización hipotecaria en 2001.

Las emisiones de bonos de titulización de activos corresponden a 9 fondos, mientras que "Santander I" continua con su programa de emisión de pagarés, sumándosele en este período, en las emisiones de pagarés de titulización de activos, el fondo "AyT.4, Grandes Préstamos" de la gestora Ahorro y Titulización. Éste último agrupa en su activo préstamos a personas jurídicas cuyo saldo vivo supere los 100 millones de pesetas, cedidos por las Cajas de Ahorros de Vitoria y Álava; la Rioja; y Guipúzcoa y San Sebastián.

De los 9 fondos que emiten bonos de titulización de activos en 2001, destacamos por su importe y la novedad de los activos titulizados, los fondos "AyT Cédulas" y "AyT Cédulas Cajas II" de la gestora Ahorro y Titulización. Sus emisiones superan los 4,5 millardos de euros, lo que supone casi el 70% de los bonos de titulización de activos registrados en 2001; y los activos cedidos son en ambos casos y por primera vez en el mercado de titulización español, cédulas hipotecarias singulares, cedidas por la sociedad de valores y bolsa Ahorro Corporación Financiera y emitidas por diversas cajas de ahorros. Así, el incremento en el volumen de las emisiones de bonos de titulización de activos, no puede desvincularse del mercado hipotecario.

Del resto de bonos de titulización de activos, tres emisiones corresponden a la titulización de préstamos a PYMES con aval del Estado "FTPYME ICO TDA 2", "AyT.6 FTPYME-ICO II" y "Pymecat 1, Fondos de Titulización de Activos"; dos

están respaldadas por participaciones hipotecarias (“TDA 14 – Mixto”, “FTA UCI 7” y “Hipocat 4”); y por último, el pasivo del fondo “AyT. 5, Préstamos Consumo”, lo constituyen bonos respaldados por préstamos concedidos a personas físicas domiciliadas en España con un vencimiento superior a 12 meses y cedidos por el Monte de Piedad y Caja de Ahorros de Huelva y Sevilla.

Así, en 2001, la titulización en España sigue totalmente vinculada al sector financiero, y en gran medida, al hipotecario.

Finalmente, en 2002, el volumen de las emisiones de renta fija privada sigue su trayectoria ascendente, liderada de nuevo por los incrementos en el volumen de emisiones de cédulas hipotecarias y bonos de titulización. Las emisiones de ambos instrumentos supusieron el 80% del total registrado a medio y largo plazo manteniendo un vigoroso crecimiento; mientras que las emisiones en el resto de los instrumentos a medio y largo plazo descendieron.

La continuidad del auge en el mercado inmobiliario propició de nuevo un fuerte incremento del importe registrado en el segmento de cédulas hipotecarias. A diferencia del año 2001, en el que sólo las cajas de ahorro emitieron en este segmento, los bancos tuvieron una participación destacada en la emisión en 2002, al concentrar el 60% del importe total registrado. Los principales emisores fueron BBVA, BSCH y Caja Madrid, seguidos por La Caixa.

Las emisiones de titulización a largo plazo alcanzaron un importe de 18,8 millardos de euros, lo que supone aumento del 59,4% respecto a 2001.

En cuanto a las emisiones de bonos de titulización hipotecaria, éstas alcanzaron un importe de 6,8 millardos de euros, al aumentar un 32,5% respecto al año anterior. El número de fondos de titulización hipotecaria emisores pasó de 7 en 2001 a 11 en 2002. Las emisiones de mayor cuantía fueron las promovidas por Bankinter con la constitución de los fondos “Bankinter 4, Fondo de Titulización Hipotecaria” y “Bankinter 5, Fondo de Titulización Hipotecaria” que emitieron por valor de 1,7 millardos de euros; la Caixa, que a través de “Foncaixa 6 Fondo de Titulización Hipotecaria” y “Foncaixa Hipotecario 5, Fondo de Titulización

Hipotecaria” realiza emisiones de 1,2 millardos de euros; y Bancaja, que constituye el fondo “Bancaja 4, Fondo de Titulación Hipotecaria” y emite bonos por importe de 1 millardo. Así, estas emisiones concentraron el 58% del importe total de emisiones de bonos de titulación hipotecaria registrados.

Respecto a las emisiones de bonos de titulación de activos, el importe registrado de éstas se incrementó en un 80%, al situarse en 12 millardos de euros. El número de emisores (fondos de titulación de activos) también se incrementó de modo notable, al pasar de 9 a 16. El mayor importe corresponde a la emisión de bonos de titulación de activos promovida por la sociedad gestora de Activos y Titulación a través del fondo “AyT Cédulas Cajas III FTA” basado en la titulación de cédulas hipotecarias de carácter singular emitidas por diversas cajas de ahorros y cedidas por la sociedad de valores y bolsa Ahorro Corporación Financiera. El importe de esta emisión fue de 3,5 millardos de euros, aglutinando por tanto más del 25% del volumen de las emisiones de bonos de titulación de activos en 2002.

Las emisiones de titulación de préstamos a PYMES ascienden a más de 2,6 millardos de euros y las realizan 6 fondos de titulación de activos. Por otro lado, “AyT FTGENCAT I” también emite bonos respaldados en su mayor parte por préstamos a PYMES, pero con la peculiaridad que en este caso algunos tramos de los bonos emitidos están garantizados por aval de la Generalitat de Catalunya.

A través del fondo “AyT 7, Promociones Inmobiliarias I” se titularon préstamos concedidos a promotores inmobiliarios para la adquisición de solares y para la construcción o rehabilitación de viviendas y/o locales comerciales, garantizados con hipoteca inmobiliaria y con vencimiento no inferior a doce meses. En el momento de la venta de los inmuebles, si se subrogan los préstamos, los compradores de los inmuebles pasan a ser los deudores últimos del fondo. El fondo “Santander Consumer Finance Spain 02-1” se creó para la titulación de préstamos destinados a la adquisición de vehículos nuevos otorgados por Hispamer Servicios Financieros, E.F.C. S.A. a personas físicas residentes en España; el importe de esta emisión ascendió a 850 millones de euros. Por otro lado, en el activo del fondo “UCI 8”, gestionado también por Santander Central Hispano Titulación, se mezclan participaciones hipotecarias con derechos de

crédito sobre préstamos personales. Por último, los 5 fondos de titulización de activos restantes son el vehículo para la titulización de préstamos o participaciones hipotecarias.

Respecto a los pagarés de titulización, continúan las emisiones de los fondos "Santander I", que emitió el 89% de estos pagarés; y "AyT.4, Grandes Préstamos".

Si analizamos los saldos vivos al final de cada año para el mismo periodo 1998-2002, los bonos de titulización en circulación crecen año tras año. El crecimiento de estos saldos vivos es, por término medio, superior con creces al 50% anual, tal y como se deduce de los datos mostrados en la Tabla 2.2.

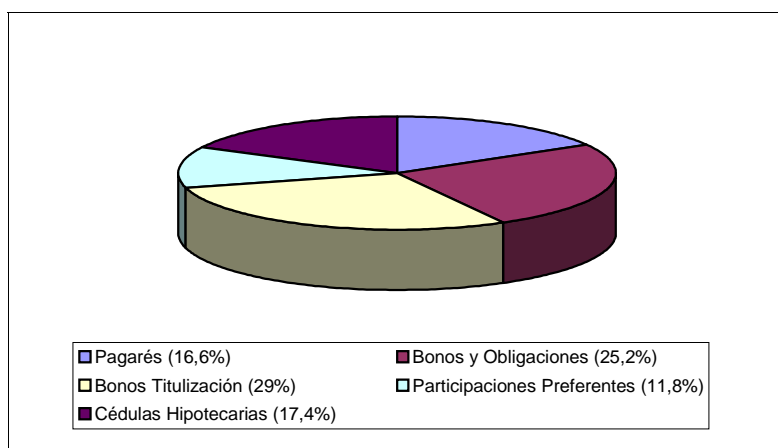
**Tabla 2.2. Saldos vivos a diciembre de cada año en millones de euros**

Año	Pagarés	Bonos y Obligaciones	Cédulas Hipotecarias	Bonos de Titulización	Participaciones Preferentes	TOTAL
1998	3.102,46	22.129,76	1.184,46	5.211,32	700,00	32.328,00
1999	17.774,39	29.951,59	5.313,49	9.985,87	6.351,35	69.376,70
2000	15.286,93	30.518,91	7.333,67	15.437,22	9.731,35	78.308,07
2001	22.071,09	29.853,48	10.628,64	25.061,00	11.791,35	99.405,57
2002	21.114,50	32.007,78	22.051,72	36.810,66	14.957,84	126.942,51

Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AIAF

En diciembre de 2002, los saldos vivos correspondientes a bonos de titulización negociados en el mercado AIAF alcanzan los 36.810 millones de euros, superando así a los saldos vivos correspondientes a cualquiera de los otros activos negociados en este mercado; y representando este importe casi el 29% del total de activos en circulación negociados en el mercado AIAF.

**Gráfico 2.5. Saldos vivos a diciembre de 2002**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos de AIAF

### **2.2.3.3. Perspectivas para el mercado de titulización español**

Pese al importante desarrollo que ha experimentado la titulización en España durante estos últimos años, existen aún posibilidades de expansión adicionales. La búsqueda de activos seguros y con alta calidad crediticia por parte de los inversores y de nuevas fuentes de financiación alternativa por las entidades han impulsado el sector de titulización en España, pero, realmente, ésta no ha ido más allá de la titulización de activos financieros, con la excepción de la titulización originada por las compañías eléctricas.

En el contexto actual de auge de la inversión colectiva, la consolidación de un marco de tipos de interés reducidos supone un estímulo adicional para la demanda de estos activos que, por sus características, se sitúan en una posición intermedia entre las emisiones sin riesgo y las acciones, en términos de rentabilidad y riesgo. En esta situación, aumenta la demanda por parte de los inversores institucionales de activos seguros y con elevada calidad crediticia, que sirven de refugio ante las caídas en bolsa y garantizan una rentabilidad por encima de la de los activos sin riesgo.

Por el lado de la oferta de emisiones de titulización, el potencial de desarrollo puede ser elevado, como corresponde a una economía en que la desintermediación aún está en proceso y son los bancos y no los mercados financieros los que canalizan buena parte de la financiación desde los ahorradores hasta los prestatarios últimos. No obstante<sup>62</sup>, quizás deberían valorarse las posibilidades existentes para reducir los costes de constitución y seguimiento de las operaciones de titulización, viendo si sería posible reducir en alguna medida determinados gastos administrativos y plazos sin que ello afectara negativamente a la seguridad jurídica de los adquirentes finales de estos valores. En particular, se apunta la posibilidad de reducir los gastos de colocación y aseguramiento de las emisiones; estas partidas pueden ser muy elevadas, especialmente cuando las operaciones de colocación y aseguramiento se desarrollan en el extranjero.

Además, es importante remarcar que todavía no se han aprovechado las posibilidades que la titulización puede ofrecer a las empresas no financieras, entre las que destacamos la titulización de los derechos de cobro asociados a proyectos de inversión en infraestructuras, en la que nos centramos en el capítulo siguiente.

---

<sup>62</sup> Según GARCÍA-VAQUERO *et al* (2003).