



LA CRISIS Y EL FUTURO DE LA FINANCIACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN ESPAÑA

José Antonio Trujillo *

Resumen

Se puede afirmar que el mercado de capitales se cerró al término de 2007, y ya nada ha vuelto a ser igual. Actualmente, con los mercados todavía lejos de normalizarse, las entidades de crédito españolas se resienten de una dificultad de acceso a la financiación que complica su a todas luces necesario ajuste, al tiempo que pone en cuestión el futuro de alguna de ellas. La presente situación de restricción y encarecimiento de la financiación tiene componentes coyunturales pero también de cambio de reglas de juego. Se están produciendo cambios en la regulación que dificultan y encarecen el apalancamiento de las entidades, y cuyas consecuencias a medio plazo deberían ser la reducción y concentración del sistema crediticio. Ésta es la dirección del cambio en los sistemas crediticios de los países de la UE y, obviamente, por su desproporcionada dimensión, es la del caso español, donde quizás ahora sólo estemos asistiendo a la primera fase de un cambio más profundo. Con mayor o menor intensidad, existen problemas de financiación para la mayoría de las entidades de crédito, pero centrándonos en el caso español, hay una división relativamente nítida entre dos grandes grupos de entidades cuya frontera quizás también sea la que delimita la viabilidad a largo plazo de unas y otras, al menos con el modelo de negocio que ha imperado hasta ahora en la práctica totalidad de nuestras entidades.

Abstract

It could be said that the capitals market closed at the end of 2007 and nothing has been the same since. Currently, with the markets still a long way from returning to normal, Spanish credit entities are suffering the effects of difficulties accessing finance which complicates their by all accounts necessary adjustment, whilst at the same time calling the future of some of them into question. The present situation of finance restriction and rising costs has some situational components but also involves changes being made to the rules of the game. Changes are taking place in regulation which impede and increase the costs of leverage for entities, the consequences of which in the medium term should be the reduction and concentration of the credit system. This is the direction of change occurring in credit systems within EU countries and, obviously, owing to its disproportionate size, it also applies to Spain where perhaps only now we are witnessing the first stage in a deeper change. To a greater or lesser extent, most credit entities are having to cope with finance problems, but focusing on the Spanish case, there is a relatively clear division between two major groups of entities, marked out by a frontier that perhaps also defines their long-term viability, at least with the business model which has so far prevailed in practically all our entities.

1. Introducción

En el cuarto trimestre de 2007 comenzó a manifestarse la crisis en el mercado de capitales europeo. Empezaron a ser evidentes los primeros síntomas de saturación y la demanda de productos de titulización y bonos garantizados (*covered bonds*) comenzó a retirarse. La oferta redujo plazos y aceptó diferenciales significativamente mayores, aunque ahora aquellos aumentos parecen insignificantes. Se puede afirmar que al término de 2007 el mercado se cierra y ya nada ha vuelto a ser igual¹.

Actualmente, con los mercados todavía lejos de normalizarse, las entidades de crédito españolas se resienten de una dificultad de acceso a la financiación que complica su a todas luces necesario ajuste, al tiempo que pone en cuestión el futuro de alguna de ellas. La presente

* Presidente de Intermoney Titulización.

¹ En España la última emisión de las denominadas «multi-cédulas» colocada en mercado es de noviembre de 2007. No se ha vuelto a colorar ninguna emisión de este tipo desde entonces. Las cédulas hipotecarias de emisores individuales no volvieron a emitirse, y sólo intermitentemente con volúmenes y plazos reducidos hasta que el BCE inauguró su programa de compras de bonos garantizados (*covered bonds*) en junio de 2009.

situación de restricción y encarecimiento de la financiación tiene componentes coyunturales pero también de cambio de reglas de juego. Se están produciendo cambios en la regulación que dificultan y encarecen el apalancamiento de las entidades y cuyas consecuencias a medio plazo deberían ser la reducción y concentración del sistema crediticio. Ésta es la dirección del cambio en los sistemas crediticios de los países de la UE y, obviamente, por su desproporcionada dimensión, es la del caso español, dónde quizás ahora sólo estemos asistiendo a la primera fase de un cambio más profundo. Con mayor o menor intensidad, existen problemas de financiación para la mayoría de las entidades de crédito, pero centrándonos en el caso español, hay una división relativamente nítida entre dos grandes grupos de entidades, cuya frontera quizás también sea la que delimita la viabilidad a largo plazo de unas y otras, al menos con el modelo de negocio que ha imperado hasta ahora en la práctica totalidad de nuestras entidades. Hay un reducido grupo de entidades que, aún en condiciones relativamente difíciles, pueden acceder al mercado cuando éste ofrece ventanas de oportunidad; sin embargo, hay otro numeroso para el que el mercado está cerrado.

Durante décadas, y especialmente en la que culmina en el estallido de la crisis, el conjunto de entidades de crédito españolas ha ido convergiendo hacia la homogeneidad, no sólo en operativa sino también en estructura de financiación y capacidad de acceso a los mercados. Valga como ejemplo de esto último que la diferencia de coste de financiación en mercado entre los grandes bancos y las entidades más pequeñas, utilizando cédulas hipotecarias e instrumentos de titulización de activos, llegó a reducirse a unos exiguos puntos básicos, incluso para financiaciones a muy largo plazo. La generalizada facilidad de crédito y las mínimas diferencias de coste explican el crecimiento vertiginoso de muchas entidades que, como posteriormente se demostró, no estaban preparadas para ello. En el caso español, esta situación propició el deterioro de los controles de riesgo y las políticas de expansión fuera de las zonas naturales de las entidades y de sus perfiles habituales de negocio y clientela.

La desmesurada expansión del crédito, financiada por todas las entidades en el mercado de capitales, impone ahora unas obligaciones de refinanciación muy severas y en un horizonte cercano. Éstas han de hacerse en un mercado mucho más estrecho y mucho más caro. Ahora todas las entidades están obligadas a modificar su estructura de financiación y muchas de ellas su tipo de negocio, pues si algo se puede vislumbrar es que para muchas de ellas la continuación del pasado es inviable.

En los próximos 4 años las entidades de crédito españolas tienen que refinanciar deuda por un importe aproximado de 287.000 millones de euros. Adicionalmente, en ese mismo periodo se producirán amortizaciones de operaciones de titulización por un importe cercano a otros 50.000 millones. Éstas, sin embargo, por sí mismas no causan un problema de liquidez a las entidades, pues no se trata de pasivos propios sino de los correspondientes fondos de titulización y, en consecuencia, los recursos para la amortización de los bonos proceden de la amortización de los propios activos². No obstante, aunque la amortización de las titulizacio-

² Estas cifras son estimaciones de *Bond Holder Communication Group and Acupay* en enero de 2011.



nes no cause un problema de liquidez a las entidades, las eventuales nuevas titulizaciones que se quieran promover, producto en su caso de la originación de nuevos activos, sólo se podrán colocar en el mercado a coste mucho más elevado, si es que este mercado, ahora prácticamente cerrado, se volviera a abrir. En definitiva, la titulización no va a ser una vía que permita una fácil refinanciación de los nuevos créditos, ni tampoco de los vencimientos de pasivos que se avecinan. Más adelante nos referimos con detalle a los problemas que afronta el mercado de titulización.

La posibilidad de aumentar los depósitos de la clientela va a ser muy limitada, dado el contexto de feroz competencia por un volumen total de escaso crecimiento. La apelación al mercado con deuda sin respaldo (deuda *senior*) en volúmenes significativos sólo estará al alcance de muy pocas entidades. En consecuencia, tendrán que seguir dependiendo de la financiación con instrumentos respaldados por activos, sean de naturaleza garantizada (títulos hipotecarios) o de titulización, sea ésta de préstamos hipotecarios o personales. Por el momento, las entidades siguen solucionando sus tensiones de liquidez mediante la facilidad de descuento de Banco Central Europeo (BCE). Sin embargo, a medida que el BCE vaya dificultando el acceso al descuento, como es altamente probable, y dado el difícil retorno del mercado de titulización, las entidades dependerán aún más del mercado de títulos hipotecarios (cédulas y bonos). En este contexto de dificultades de refinanciación, la creciente presión de las exigencias de capital obligará a muchas entidades a adelgazar su balance, como una vía de escape. La cuestión será entonces si la menor dimensión es económicamente viable sin un cambio de la estructura del negocio.

2. Necesidades de capital

La crisis, que empezó siendo de liquidez, como consecuencia del derrumbe de los mercados mayoristas de deuda, se va transformando con el paso del tiempo en crisis de solvencia como consecuencia del deterioro de los activos generados con financiación apalancada en el periodo de expansión descontrolada. Esto hace que algunas entidades españolas, al margen de las citadas necesidades de refinanciación de sus posiciones en el mercado de deuda, deban afrontar el problema adicional de aumentar capital. En particular, cumplir con las obligaciones establecidas en el Real Decreto Ley de 2/2011 para el reforzamiento del sistema financiero. En un plazo de pocos meses, algunas entidades estarán obligadas a apelar al mercado para capitalizarse o recibir aportaciones del FROB mediante alguno de los instrumentos previstos. La captación de capital, siempre difícil en sí misma y especialmente ahora por la situación del mercado y el deterioro de imagen que arrastra una parte de las entidades españolas, se agrava si ha de hacerse con apremio, especialmente en el caso de entidades inmersas en procesos administrativos de agrupación o fusión.

El importe global de las necesidades adicionales de capital de las entidades de crédito españolas para cumplir con lo establecido en el citado RDL es de aproximadamente 20.000 millones de euros, según el Banco de España, aunque las agencias de calificación y otros analistas multiplican difieren de esa cifra significativamente al alza. Este adelanto de la entrada en vigor de lo establecido en *Basilea III* y con más importe, puede acabar siendo el definitivo empujón hacia la concentración de entidades. En cualquier caso, la rapidez con la que se están desarrollando los acontecimientos en el escenario financiero nacional e internacional en las fechas en las que se redactan estas líneas (invierno de 2010/11), dejará obsoletos estos comentarios antes de que puedan llegar a los lectores.

3. La titulización como mecanismo de financiación

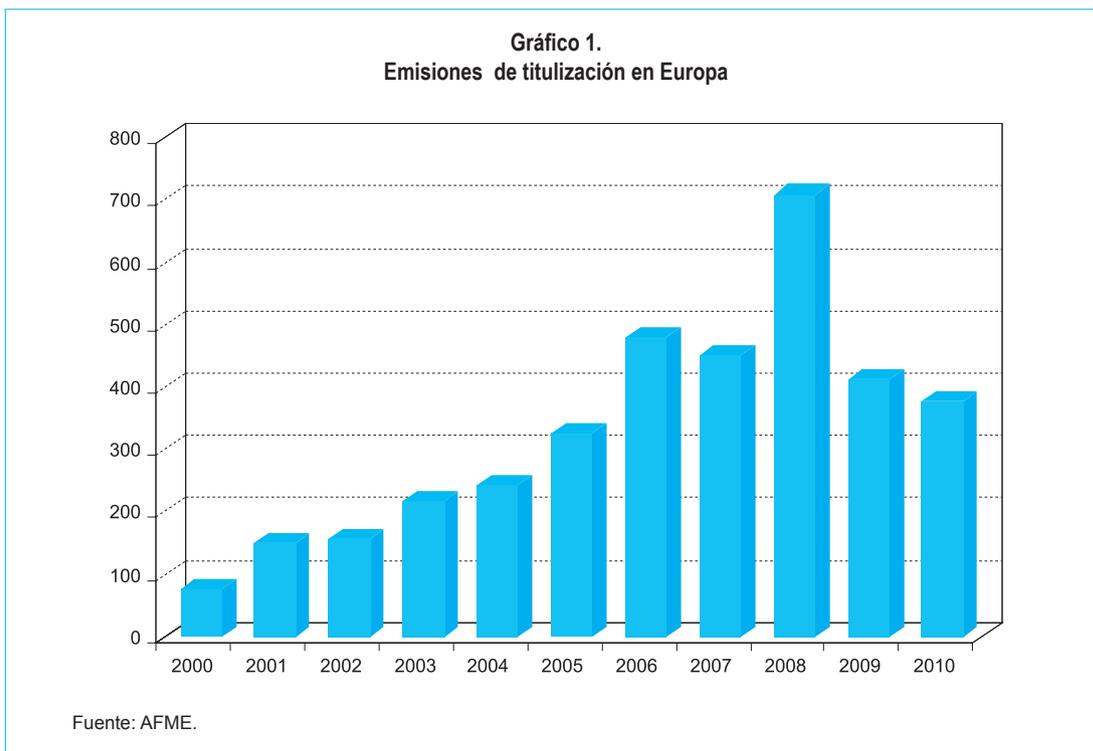
La expansión crediticia que ha dado lugar a la actual crisis fue posible gracias a la financiación mediante instrumentos respaldados por activos. Este tipo de financiación adopta dos formas: *asset backed securities* y *covered bonds*, en la terminología del mercado internacional. En nuestra terminología y ordenamiento jurídico: titulización y cédulas³.

La diferencia fundamental entre estos instrumentos -titulización y cédulas- reside en que los primeros no son un pasivo de las entidades, sino del vehículo que los emite, y que sus pagos proceden del flujo generado por los activos de respaldo. Por el contrario, los segundos sí son pasivos de las entidades, aunque con la garantía adicional de toda la cartera de hipotecas o de la de préstamos al sector público, según el caso. En definitiva, las cédulas son deuda de la entidad que adquiere carácter privilegiado por el respaldo de una cartera de activos, mientras que los bonos de titulización, en puridad, equivalen a una transferencia de los propios activos.

En el Gráfico 1 se muestra cómo se desarrolló la emisión de instrumentos de titulización en Europa en la última década. Alcanzó su máximo en 2008, tras una ligera caída en 2007⁴. En ocho años multiplicó por 10 los importes emitidos. La caída en 2007, si el dato es correcto, se podría explicar por el primer impacto de la crisis que cerró los mercados de titulización. El incremento de 2008, con el mercado ya cerrado, se puede explicar por el aplazamiento de operaciones de 2007, paralizadas quizás pensando que los problemas eran transitorios, y por la decisión de las entidades de crédito de acumular activos para descuento en BCE, reteniendo los bonos de sus propias operaciones de titulización, cuando los problemas tomaron visos de ser permanentes. En todo caso, las cifras son engañosas pues la práctica totalidad de lo emitido en Europa y la totalidad de lo emitido en España desde el cuarto trimestre de 2007 ha sido retenido por las propias entidades cedentes de los activos y está siendo descontado

³ Cédulas hipotecarias y territoriales y también bonos hipotecarios, pero de estos todavía no se ha realizado ninguna emisión.

⁴ Esta información procede del *ESF Securitisation Data Report* (febrero 2011) de AFME, y no concuerda con la que publican otros citando como fuente a *JP Morgan*, que son algo superiores en 2007 y 2008. La información sobre titulización es asombrosamente dispar. Aquí se ha utilizado la de AFME por considerar que se trata de la organización más próxima al sector de la titulización.



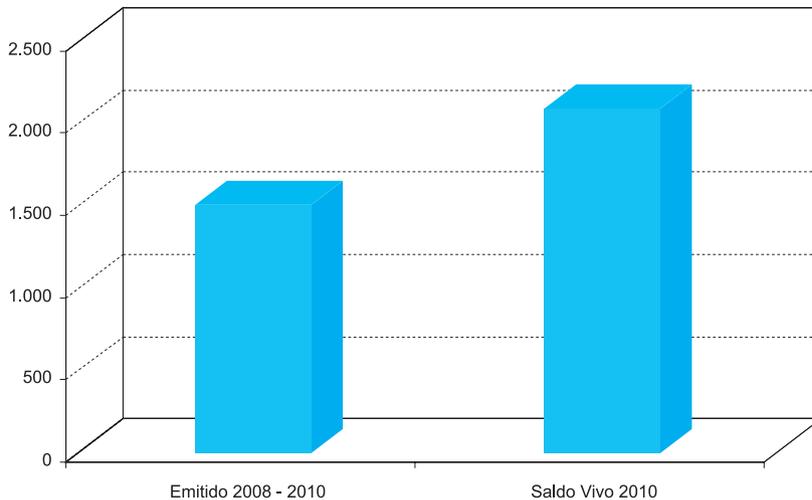
en BCE o permanece en situación de disponibilidad para serlo⁵. En 2010 se ha abierto algo el mercado en Europa y se han realizado operaciones de titulización de activos de entidades no bancarias, básicamente leasing de vehículos, y alguna operación de activos hipotecarios, pero con formato que se aproxima al de un *covered bond*⁶. En cualquier caso, los importes emitidos pueden considerarse todavía muy escasos en comparación al tamaño previo del mercado y, además, una parte importante de lo colocado lo ha sido en operaciones privadas al margen del mercado.

Han transcurrido ya tres años y medio desde el cierre de los mercados de titulización. A pesar de ello, desde 2008 se ha emitido en Europa tanto como en los 4 años anteriores (1.500 MM aproximadamente). Como hemos mencionado, la mayoría de lo emitido desde el cuarto trimestre de 2007 está retenido para descuento en BCE y, en consecuencia, dado el continuo flujo de amortización de las emisiones anteriores, cada vez hay menos papel colocado entre los inversores. Según AFME puede haber un importe en torno a 1.000 MM financiado en mercado, el resto está retenido. Hemos vuelto a volúmenes de antes del comienzo de la burbuja de crédito: lo colocado (financiado) en 2010 es aproximadamente igual al importe total emitido en 2000.

⁵ Según datos de AFME, en 2010 las entidades retuvieron el 77% de lo emitido. En España se retuvo el 100%.

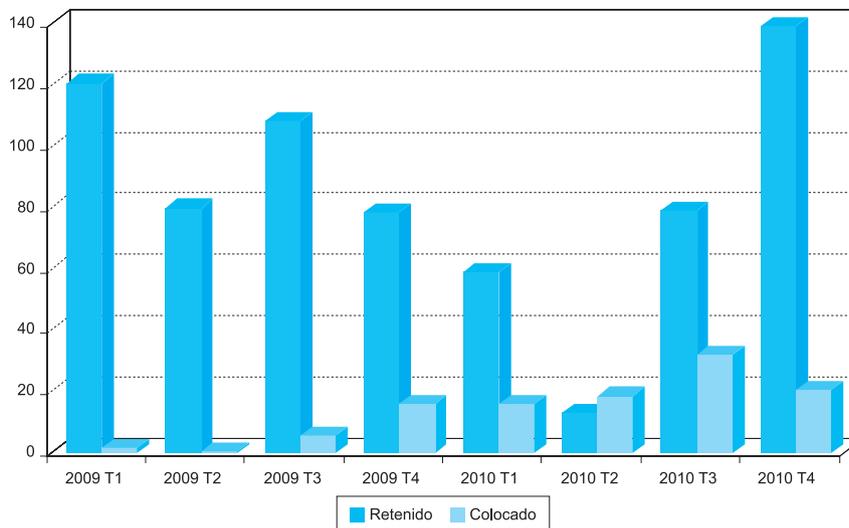
⁶ Operaciones en las que el tramo *triple A* que sirve como fuente principal de captación de liquidez; es en principio un *pass-through* pero incorpora un *call* a corto plazo cuyo ejercicio (a decisión del emisor) lo transforma de hecho en un *bullet*. En caso de no ser ejercido el *call* el bono funciona como *pass-through*. El resto de tramos se retiene.

Gráfico 2.
Titulización en Europa. Importe emitido y saldo vivo



Fuente: AFME.

Gráfico 3.
Titulización en Europa. Importes retenidos y colocados



Fuente: AFME.



Los datos muestran que el volumen de titulización de activos está en retroceso y predominan las emisiones retenidas para descuento en BCE. No obstante, seguramente continuará siendo un instrumento de gran importancia, aunque, al menos como se ha llevado a cabo en el pasado, no volverá a tener el protagonismo adquirido en la década previa al estallido de la crisis. Para los más optimistas, las recientes emisiones en UK y Holanda son el signo inequívoco de que el mercado se normalizará, aunque a otros niveles de coste y con cambios de formato. Otros consideran que la titulización, al menos para las entidades de crédito y en el formato actual, va a pasar a ser relativamente marginal, excluidas las operaciones retenidas para descuento en BCE⁷.

4. La titulización un producto en retroceso

El desarrollo de la titulización se ha apoyado en dos pilares: por un lado, ser instrumento para la optimización del nivel de capital regulatorio facilitando la cesión de riesgo; por otro, ser fuente económicamente muy eficiente de financiación. El vertiginoso desarrollo de la titulización en EEUU fue resultado de la explotación de estas dos posibilidades hasta sus últimas consecuencias, siendo el exponente extremo de ello el modelo «originar para distribuir». En éste, las entidades son prestamistas de manera muy transitoria, si acaso llegan a serlo, pues casi de manera inmediata a la concesión de los préstamos éstos son cedidos sin retención alguna de riesgo a un vehículo de titulización. En dicho modelo de negocio, muy extendido en USA, el apalancamiento es explosivo y los intereses de originadores e inversores no están alineados. La realidad es que el modelo contiene el germen para producir lo que finalmente tuvo lugar en EEUU: la gran estafa en origen de las *subprime* y la posterior de sus sucesivos re-empaquetamientos vía titulización (CDO). Quizás una consecuencia inevitable si abunda la liquidez mientras brillan por su ausencia la transparencia en la información, la supervisión de los organismos competentes y el rigor en el análisis de inversores y agencias de calificación⁸. En Europa, ni el modelo «originar para distribuir», ni la generación deliberada de préstamos *subprime*, ni tampoco la pirámide de re-empaquetamientos tuvieron la importancia de EEUU. En nuestro caso, el castigo a los productos de titulización, al menos en primera instancia, no ha sido tanto el resultado de la mala calidad de los activos como del colapso repentino del mercado y de la desconfianza, en buena parte importada, en el propio producto. Prueba de ello es la enorme diferencia en las estadísticas de fallidos de productos de titulización entre los originados en Europa y en EEUU, como se exhibe en la tabla que sigue. Con esto no se pretende negar la existencia también en Europa, y especialmente en España, entre otros países, de un deterioro generalizado de los activos (especialmente los inmobiliarios), sino resaltar la existencia de unas prácticas de concesión de préstamos y titulización muy distintas.

⁷ El BCE ofrece una visión menos pesimista en un informe sobre la titulización de febrero de 2011: *Recent Developments in Securitisation ECB*.

⁸ Un interesante artículo sobre esta cuestión es Arthur E. Wilmarth (2009): «The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis»; en *Connecticut Law Review* (41, 4).

Tabla 1. Tasas de fallido acumuladas en Europa y EEUU entre mediados de 2007 y final de 2009

Producto/ calificación	ABS	CDO	CMBS	RMBS	Covered bonds	Total Europa	Total EEUU
AAA	0,00	1,62	0,00	0,00	0,00	0,30	2,49
AA	0,00	0,97	0,00	0,00	-	0,59	11,71
A	0,00	2,43	0,00	0,04	-	0,79	14,70
BBB	0,49	1,36	0,51	0,03	-	0,69	17,10
BB	2,45	0,29	4,37	1,01	-	1,52	26,49
B	0,00	0,00	49,69	0,58	-	1,11	28,86
Todas	0,13	1,51	0,06	0,03	0,00	0,39	4,29

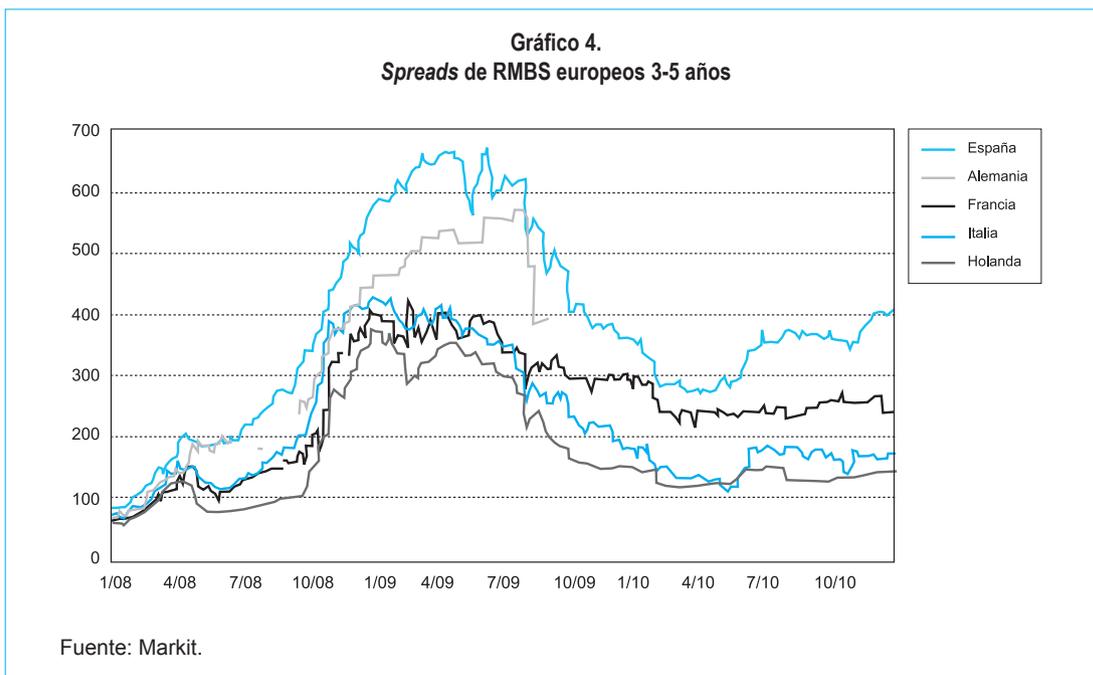
Fuente: Standard & Poor's.

Según S&P, para las emisiones en Europa calificadas por esta agencia y para el período 2007/3T-2009 que incluye una buena parte de la crisis, las tasas de fallido son prácticamente nulas en todos los productos calificados grado de inversión, excluidos los denominados CDO⁹. Dada la naturaleza de los productos de titulización, la repercusión del deterioro de los activos en un eventual impago de los bonos se produce con retraso. En consecuencia, los datos a final de 2010 han de ser superiores y, seguramente hay que esperar que las tasas de fallido actualmente observadas aumenten. Sin embargo no es esperable que lo hagan mucho. Por lo que se refiere a España, no ha fallado hasta la fecha ningún bono ni de titulización y, a pesar de ello, la titulización ha sufrido un especial castigo, el mercado está cerrado y no se vislumbra su apertura¹⁰.

La evolución de los *spreads* (ver Gráfico 4) del que puede ser considerado el producto estrella de la titulización –bonos respaldados por hipotecas residenciales (RMBS)–, es un exponente del castigo a este mercado. Para el segmento más atractivo (3-5 años) se constata su incremento desde el entorno de los 30 puntos básicos al de los 400 (casi 700 para España), pero no se aprecia adecuadamente que el mercado se cerró de manera repentina en 2008 y que la liquidez se desvaneció. Esta situación, sin duda reflejo de la desconfianza de inversores, agencias de calificación y reguladores, ha estado alimentada por una percepción de opacidad, información incompleta, complejidad e iliquidez. Sin embargo, si nos atuviéramos al cumplimiento de los compromisos de pago de las emisiones, la desconfianza no estaría justificada. Las emisiones están pagando y se espera que lo sigan haciendo, a pesar de lo que pudiera interpretarse de las rebajas generalizadas de calificación llevada a cabo por las agencias, resultado en su mayor parte de cambios metodológicos y de criterio. Esto en realidad es prueba de que el elemento fundamental para los inversores no es tanto el riesgo de crédito de estos productos sino el de mercado que ha tenido efectos devastadores por el colapso de la liquidez.

⁹ Los datos correspondientes a mediados de 2010 son peores, pero sin cambios significativos, una vez más excluido el capítulo de CDO de ABS. La diferencia de tasas de fallido entre Europa y EEUU, para el conjunto de productos estructurados y todos los niveles de calificación es de 0,65% a 6,15%.

¹⁰ Es altamente probable que fallen algunas series subordinadas de los fondos de titulización constituidos en España con anterioridad a 2008 que probablemente estén retenidas por los cedentes. Tampoco es descartable que falle parcialmente algún tramo *mezzanine*, pero es altamente improbable el fallido de algún tramo de los originalmente calificados como AAA. Si esto último ocurre será con una importancia marginal.



No obstante, existen otras causas que explican la actual situación del mercado de titulización y sus difíciles perspectivas. Las principales son las siguientes:

- **Imposibilidad de reducir capital.** La cesión de riesgo mediante la titulización de activos y, en consecuencia, la posibilidad de reducir capital regulatorio se ha tornado imposible. Incluso antes del estallido de la crisis, al menos en España, ya era muy difícil la desconsolidación de los fondos de titulización fuera de los balances bancarios. El Banco de España, antes incluso de que fuera práctica común la retención de las emisiones por los cedentes, puso ya reservas a aceptarlos como representativos de obligaciones efectivas de terceros (los fondos de titulización). Esto sobre la base de que no se daba una auténtica cesión de riesgo, bien por estar retenido éste por alguna vía indirecta (bonos subordinados suscritos por el cedente, préstamos subordinados para dotar fondos de reserva, *swaps* con contenido de mejora de crédito, etc.); o bien por el mantenimiento de posiciones de control sobre el devenir de los activos y de los propios fondos de titulización. En consecuencia, el BdE obligaba a mantener en balance los préstamos cedidos a los efectos de consumo de capital. Por otro lado, la nueva regulación hace ahora impracticable la reducción de capital regulatorio por la vía de la cesión de activos a fondos de titulización. De hecho, las medidas destinadas a favorecer el alineamiento de los intereses de cedentes e inversores por la vía de exigir la retención de un porcentaje de las emisiones, entra en contradicción con uno de los dos fundamentos de la titulización y motivo de su expansión¹¹. En consecuencia, la titulización queda con una única razón de existir: ser instrumento de financiación, pero en ese terreno ha de competir de manera directa con los *covered bonds* y lo hace en desventaja.

¹¹ Directiva de requisitos de capital de la EU, CRE Artículo 122a que obliga al cedente a retener un 5% de las emisiones de titulización.

- **La calificación encarece la titulización.** Téngase en cuenta que la titulización ha sido y es un producto de nivel de calificación triple A, especialmente mientras persista dicho nivel como exigencia para descuento en BCE. En este contexto, el endurecimiento de los criterios y cambios de metodología de las agencias de calificación (AdC) causa especial daño¹². Las AdC han endurecido los criterios aplicados a las operaciones de titulización, entre otros especialmente los de contrapartida, provocando un aumento del coste de titular a la mayoría de las entidades. Su particular respuesta al caso Lehman, un salto a la quiebra desde una situación de muy alta calificación sin pasos intermedios, ha sido el aumento de las exigencias de protección en relación con los riesgos de contrapartida. Es decir, los derivados de la intervención de terceros que actúan como depositarios de recursos de los fondos de titulización, de los que actúan de contrapartida de *swaps*, de los proveedores de líneas de liquidez y de los garantes en general. Es sabido que la forma de actuar y la metodología de las AdC produce efectos procíclicos y que tienden a sobre-reaccionar, pero la desmedida modificación de criterios producida por el caso *Lehman* no deja de sorprender. La observación de un fallido, en realidad de carácter aislado, cuya ocurrencia entra dentro de lo estadísticamente esperado, incluso para el nivel triple A, ha pasado a formar parte de los escenarios de estrés para la calificación triple A justificando exigencias que dan lugar a la exclusión de la mayoría de las entidades (por su nivel de calificación) como candidatas a contrapartida en fondos de titulización que emitan bonos triple A. Algo muy grave para la titulización, pues incrementa los costes de aquellas entidades que están obligadas a buscar contrapartidas por no tener ellas nivel de calificación suficiente ni siquiera para mantener la tesorería de los fondos de titulización¹³. Hemos pasado de una situación en la que los costes de una operación de titulización eran prácticamente iguales para todas las entidades, a otra en la que la mayoría de las entidades no son aptas como contrapartida y, por tanto, sus costes de titulización se disparan. Téngase en cuenta que la opción de emitir a niveles de calificación inferiores a triple A no existe. Para otros niveles ni hay inversores ni hay posibilidad de descuento en BCE.
- **Los procesos de calificación se complican.** En general las AdC han incrementado sus exigencias de información para el otorgamiento de la calificación y su posterior seguimiento. Por su parte, los reguladores complican aún más el proceso. La modificación en la *Rule 17g-5* de la SEC, cuya finalidad es mitigar los conflictos de interés de las AdC y evitar el *rating shopping* que pretende ser aplicada también en Europa, aunque de momento su entrada en vigor está suspendida, es una dificultad añadida a la titulización. Esta norma persigue aumentar la transparencia en la industria de las calificaciones y obliga a los emisores que soliciten una calificación a disponer de una página web de libre acceso para todas las AdC reconocidas por el regulador. En

¹² A medida que se asciende en la escala de calificación la protección exigida por las agencias se acelera.

¹³ Como ejemplo de la nueva metodología de las AdC sobre este asunto se puede consultar: Standard & Poor's (2010): *Counterparty and Supporting Obligations Methodology and Assumptions*. Global Credit Portal.



dicha web se deberá publicar toda la información que haya sido suministrada a la agencia que fue seleccionada para otorgar la calificación. Se deberá incluir toda la información suministrada, incluidas las conversaciones telefónicas. Esta norma que no cabe analizar aquí, es un monumento a la burocracia y un magnífico ejemplo de mala regulación. Las AdC manifiestan que es altamente improbable que alguna de ellas consulte la información referente a una calificación no solicitada, pues ello les genera responsabilidades y obligaciones muy costosas. El único resultado esperado es el encarecimiento y ralentización de los procesos de calificación¹⁴.

- **Se requiere cada vez más información.** La información sobre la cartera de activos de las operaciones de titulización, exigible tanto por la normativa contable como por los Entes Supervisores y por el BCE, es cada vez más exigente. Antes de 18 meses entrará en vigor la norma de BCE que exige divulgación de información préstamo a préstamo y del modelo de flujos utilizado en las operaciones RMBS. Todas estas iniciativas persiguen mayor control y transparencia, pero son quizás excesivas, especialmente en las operaciones muy granulares, e injustificablemente más exigentes que las aplicables a los *covered bonds*. Una explicación de este sesgo puede ser el peso de Alemania en las decisiones del BCE, pues sus entidades de crédito se financian con *covered bonds* y prácticamente no utilizan la titulización¹⁵.
- Al margen de la generalizada prevención de los inversores a invertir en instrumentos de titulización, como consecuencia del repentino desplome de sus precios, también penalizan la complejidad de las estructuras *pass-through* típicas de estos instrumentos, en comparación con la sencillez de los *covered bonds*.
- **Ha desaparecido una fuente de demanda de bonos de titulización**, quizás de manera definitiva. Los SIV (*special investment vehicles*) y *conduits*, pilar fundamental del apalancamiento de la banca de inversión para el arbitraje de plazos y mercados, mediante la transformación de todo tipo de ABS en papel comercial, ya no son viables sin comprometer capital. Según algunas fuentes, su volumen en 2007 pudo llegar a ser el 60% del saldo vivo de titulizaciones emitidas. Estos vehículos eran los principales demandantes de ABS y principales emisores de ABCP, cuyo volumen de emisión en Europa en 2007 alcanzó 450 MM. El volumen en 2010 no llegó un tercio de esa cifra.
- El ratio de cobertura de liquidez de *Basilea III* penaliza los ABS excluyéndolos como activos aptos para dicho coeficiente. Es decir, la propia normativa niega la posibilidad de que dichos activos puedan ser líquidos y, en consecuencia, potencialmente

¹⁴ *General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934*. Rule 240 17g-5. Securities and Exchange Commission. Washington DC.

¹⁵ La menor exigencia de información sobre la cartera de respaldo de los *covered bonds* frente a los RMBS, por ejemplo, no deja de ser una incoherencia. En ambos casos se trata de instrumentos que sólo alcanzan pleno valor regulatorio (y por tanto de mercado) si son triple A. En consecuencia, el análisis de su riesgo (su calificación) se debería centrar casi exclusivamente en el de la cartera, pasando el riesgo (la calificación) de la entidad emisora a segundo plano. La razón es que para que un bono (titulización o *covered bond*) sea calificado triple A debe ser capaz de soportar un escenario en el que la entidad emisora quiebra, por tanto al final lo único relevante será la cartera.

vendibles en situaciones de estrés sin grandes pérdidas. Es difícil que los inversores puedan considerarlos de otra manera si este es el tratamiento que reciben de los Reguladores. Los *covered bonds* sí son considerados aptos.

- El ratio de financiación estable neta de *Basilea III (net stable funding ratio)* pondera los ABS al 100% (totalmente ilíquidos) para el cálculo de la financiación necesaria, penalizándolos frente a los *covered bonds* que entran con un 20% de ponderación (líquidos)¹⁶.
- Se ha restringido la capacidad de los fondos de inversión de adquirir titulizaciones, en particular la de los fondos monetarios. Esto supone la pérdida de una fuente de demanda importante.
- El BCE otorga la mayor penalización, en términos de *haircut*, a los instrumentos de titulización, un 16%; por encima incluso de los bonos corporativos. A los primeros se les exige un nivel triple A otorgado por dos agencias y a los segundos ni siquiera se les requiere dicho nivel. Además, como se ha mencionado previamente, en breve plazo la elegibilidad para descuento de los bonos de titulización exigirá poner a disposición de los inversores información exhaustiva de la cartera en formato préstamo a préstamo, junto con el modelo de generación de flujos que define la estructura del vehículo. Esto no será exigible para los *covered bonds*. Asimismo, quedan excluidos del descuento los CDO de titulizaciones, independientemente de su naturaleza y complejidad.

5. El futuro pasa por los *covered bonds*

Aunque no haya cesión efectiva de riesgo y en consecuencia no sea posible reducir capital regulatorio, la titulización no convierte a la entidad cedente en obligada al pago de los bonos emitidos por el fondo de titulización. En principio es exclusivamente la cartera de activos la que responde de las obligaciones, si no hay otros elementos de mejora que la entidad hubiera podido constituir a favor del fondo de titulización. Sin embargo, en la práctica, la absorción de la primera pérdida (vía margen libre del fondo de titulización) y la retención de tramos subordinados o incluso de tramos senior, convierte al cedente en primer interesado en el buen fin de la operación. La cuestión es, en consecuencia, por qué no evitar las complejidades de la titulización para ambas partes (cedentes e inversores) y emitir directamente deuda senior con el respaldo de una cartera de activos. En definitiva, por qué no emitir *covered bonds* (CB) en vez de titular.

¹⁶ El ratio NSFR es el cociente entre financiación estable disponible y financiación estable necesaria, siendo esta última una valoración ponderada de los distintos activos; desde 0% de la tesorería a 100% de los activos considerados ilíquidos. No está claro si la transformación de préstamos en bonos retenidos, vía titulización, permitiría mejorar el ratio por disminución del denominador, al reducir la ponderación del activo. En este caso el riesgo es el mismo pero la liquidez es mayor.

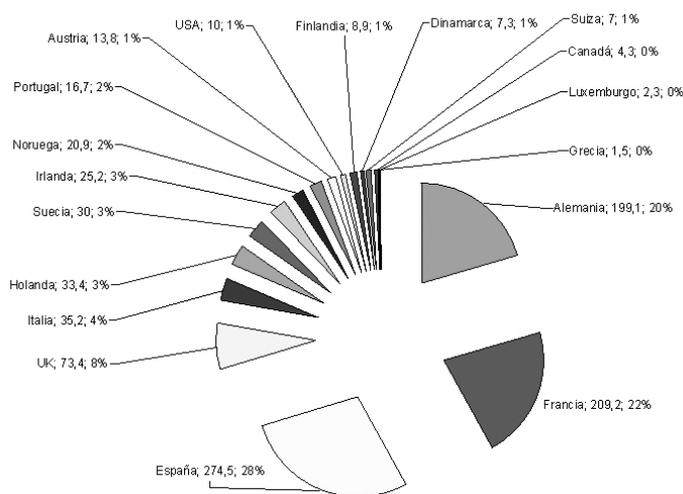


Los CB se han ido extendiendo por todas las jurisdicciones aunque siguen siendo principalmente un producto europeo y, especialmente, alemán (*pfandbriefe*), español (*cédula*), francés (*obligacion foncière*) y recientemente británico (*covered bond*). Los importes y el reparto recogidos en el gráfico adjunto muestran su importancia pero sólo hacen referencia a los CB denominados *Jumbo*, es decir a emisiones de importe superior a 1 MM de euros a las que antes de la crisis se presuponía una potencial liquidez. En el caso de los *pfandbriefe*, los de importe *Jumbo* sólo representan el 25%, del total, pues la mayoría la integran emisiones consideradas ilíquidas, por ser de menor importe, y los *registered pfandbriefe* que por no cotizar en mercado permiten sortear el *mark to market*. En España, aunque no en similar proporción, especialmente desde el estallido de la crisis, también proliferan las emisiones de tamaño medio y las cédulas hipotecarias singulares, es decir, no cotizadas y colocadas privadamente.

Un CB es una deuda *senior* con una cartera de activos pignorada. En la mayoría de los países existe legislación específica para este producto que se pretende fuente de financiación de activos hipotecarios y de préstamos al sector público. No obstante, nada impediría extender la legislación a otro tipo de activos ni, como ya se hace en algunos países, estructurar operaciones utilizando técnicas de titulización para afectar una cartera de activos a una emisión senior de deuda (*structured covered bonds*).

Como era previsible los CB han aguantado mejor la crisis, aunque en un primer momento su mercado también colapsó, desapareciendo la liquidez. Actualmente el saldo vivo se mantiene a niveles de 2008. El apoyo del BCE con su programa de compras inaugurado

Gráfico 5.
Saldo vivo de jumbo covered bonds 2010. Importe en MM de euros y porcentaje del mercado



Fuente: UNICREDITO.

en julio de 2009 permitió que el mercado resurgiera ofreciendo ventanas de oportunidad de emisión a muchas entidades. Las entidades españolas han utilizado dichas oportunidades de emisión, pero todavía existen numerosas entidades para las que el mercado está cerrado. En particular sigue cerrado a todas aquellas que utilizaban el formato de multi-cédula. La imagen de esta modalidad de emisión que alcanzó volúmenes espectaculares ha quedado tan dañada que posiblemente no se vuelvan a realizar emisiones para ser colocadas en mercado. Por otra parte, el proceso de agrupamiento y transformación del sector de cajas de ahorro, quizás tampoco requiera de este tipo de estrategia de emisión en el futuro.

Como se ha comentado más arriba los CB son un producto mejor tratado que la titulación, tanto por los reguladores como por los bancos centrales. En comparación con los bonos de titulación: sus características financieras son más sencillas (*bullet* frente a *pass-through*), son instrumentos más homogéneos y también más fáciles de valorar. Esto los hace comparativamente más atractivos para los inversores y prueba de ello es que las emisiones de titulación que empiezan a aparecer en el mercado cada vez se parecen más a un CB.

6. Cédulas versus bonos hipotecarios

Las cédulas hipotecarias han sido sin duda el producto estrella de la financiación de las entidades de crédito españolas. Las ya citadas multi-cédulas, simple agrupación de cédulas individuales en un fondo de titulación para ganar volumen y nivel de calificación, permitieron generalizar el acceso privilegiado al mercado a prácticamente todas entidades, independientemente de su tamaño y calidad crediticia.

La cédula es un producto único en el mercado internacional. Comparte las características fundamentales de los *covered bonds*—deuda privilegiada por asignación de una cartera de respaldo (*cover pool*)— pero con una particularidad que en su origen tuvo un impacto favorable pero que ha terminado por tornarse en contra. Nos referimos al alcance de la cartera de respaldo. En el caso de los *covered bonds*, legislados con pequeñas diferencias en el resto del mundo, la cartera de respaldo, que puede ser protección de varias emisiones simultáneamente, es siempre un conjunto de activos identificado, aislado (*ring-fenced*) y jurídicamente separado (pignorado exclusivamente a favor de los titulares en caso de quiebra). Sin embargo, en el caso de las cédulas hipotecarias, la cartera de respaldo es la totalidad de los préstamos y créditos con garantía hipotecaria de la entidad en cada momento, independientemente de cualquier otra consideración que los pueda distinguir. Por tanto, todas las cédulas de una entidad tienen igual derecho de prelación (tienen idéntico riesgo de crédito) y la garantía se modifica de manera continua por la propia actividad de la entidad. Con la única limitación de mantener un determinado nivel de colateral (125%) y de una determinada clase (cartera elegible), la entidad puede libremente vender cartera, titularla, pignorarla o emitir nuevas cédulas y bonos hipotecarios, modificando así el tamaño y la calidad de la garantía de las cédulas existentes. Cuando las entidades españolas empezaron a emitir



cédulas para el mercado de manera masiva, lo niveles de colateralización llegaron a estar en el entorno del 1.000%, lo que las convirtió en un instrumento muy atractivo desde el punto de vista de su riesgo de crédito. Las sucesivas emisiones y titulizaciones han reducido los niveles de colateral, pero en la inmensa mayoría de los casos, incluso en la actualidad, se sitúan por encima del 200%. El problema es que el mercado y las AdC, especialmente en un momento como el actual en el que los activos inmobiliarios están bajo sospecha, consideran que esos niveles no son excesivos y en algunos casos se consideran insuficientes. La razón: la dificultad de identificar y valorar un colateral que, en el caso de las cédulas, se modifica por decisión exclusiva del emisor (dentro de límites). Además, la imagen del colateral, percibida a través de parámetros sintéticos de calidad crediticia, es siempre peor que la de las carteras que respaldan cualquier otro *covered bond*. La explicación de esta circunstancia que causa un serio problema de imagen y sólo se corrige con un requerimiento a todas luces excesivo de sobre-colateralización, es que las carteras de los *covered bonds* están limitadas a una selección cerrada de préstamos elegibles, mientras que el caso de las Cédulas incorpora toda la cartera. En consecuencia su calidad media siempre es peor y las estimaciones de pérdida mayores.

Sin embargo nuestra Ley Hipotecaria regula otro instrumento –los bonos hipotecarios– que no presentan este problema. Son de hecho el equivalente del *covered bond* utilizado en el resto de países. Su respaldo es una cartera de hipotecas «elegibles», según el criterio establecido en la Ley Hipotecaria, separada y aislada. Si todavía no se han realizado emisiones es porque antes de la última modificación de la Ley Hipotecaria, que entró en vigor en diciembre de 2009, la constitución del colateral de una emisión de bonos hipotecarios exigía la anotación del hecho en el Registro de la Propiedad de manera individualizada para cada uno de los préstamos. Esto hacía económicamente inviable la emisión. Superada esta restricción, el momento difícil del mercado, la cautela de las entidades para emitir un producto nuevo y la inercia, parecen pesar más que el ahorro de colateral comprometido que resultaría de la sustitución de cédulas por bonos hipotecarios. Las entidades más necesitadas miran a las grandes en espera de que estas abran el mercado, pero la realidad es que éstas están menos interesadas, pues en la valoración del riesgo de los *covered bonds* actualmente pesa desproporcionadamente más el riesgo país, después el riesgo emisor y finalmente el riesgo del colateral. Tan es así que el mercado ha visto emisiones de deuda senior mejor tratadas que *covered bonds* de esa misma entidad, lo cual es una aberración. En cualquier caso la homogeneidad de los Bonos Hipotecarios con el resto de *covered bonds* acabará por imponer la racionalidad y las entidades utilizarán este instrumento como vía principal de financiación en mercado, especialmente cuando se imponga la norma de exhibir información a nivel préstamo, lo cual aplicado a las cédulas producirá grandes dificultades a las entidades. Con respecto al uso de colateral, nótese que la colateralización media de los *pfandbriefe* era de 129% (sobrecolateral del 29%) a diciembre de 2010 (era 18% en diciembre de 2007). Por tanto y teniendo en cuenta que las tasas de morosidad de las carteras de préstamos elegibles de las entidades españolas no son peores que las de la banca alemana, es de esperar que el colateral exigible por las AdC para bonos hipotecarios se sitúe eventualmente en un orden de nivel similar al de los *pfandbriefe*. En consecuencia, la sensibilidad por el uso del colateral incentivará a las entidades españolas a emitir bonos hipotecarios.

7. Conclusiones

Una parte de nuestras entidades de crédito tiene que aumentar capital en plazo muy breve. Prácticamente todas las entidades tienen que afrontar un calendario de refinanciación de deuda muy severo, en importe y plazo, estando el mercado cerrado para la mayoría. Las que tienen acceso al mercado lo han de hacer a unos costes mucho más altos que en el pasado y mayores que los de sus competidores europeos, incluso de peor calidad. Todas las entidades compiten por una cuota de los depósitos cuyo crecimiento global no puede ser muy vigoroso en los próximos años.

La titulización que fue herramienta fundamental de refinanciación no es una alternativa a corto plazo, sino como instrumento de descuento en BCE. En cualquier caso, aunque los signos de apertura del mercado europeo se confirmen, la dimensión del mercado de titulización no volverá a ser la previa, las operaciones tendrán mayores costes y pagarán diferenciales que en este momento las entidades no son capaces de pasar a sus clientes de activo. Además, tendrán que simplificarse las operaciones, aproximándose a las características de los *covered bonds*, perdiendo parte de su atractivo (para la entidad cedente) de *pass-through* y plazo largo. Posiblemente queden limitadas a activos que no sean susceptibles de respaldar *cédulas o bonos hipotecarios*.

Las entidades, para optimizar el uso de colateral, deberían sustituir la emisión de cédulas por la de bonos hipotecarios, Si estas emisiones se hacen con estándares de excelencia, utilizando carteras representativas de la calidad de la cartera total elegible, a medio plazo los Bonos pueden llegar a ser mejor valorados que las Cédulas por los inversores, entre otras razones porque se ajustan al estándar europeo de *covered bond*.