

## HACIA MERCADOS SECUNDARIOS DE TITULIZACIÓN LÍQUIDOS Y EFICIENTES

Óscar Arce, Anna Isperto y Rosario Martín (\*)

(\*) Óscar Arce, Anna Isperto y Rosario Martín pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España ni de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.



Durante la década previa al inicio de la crisis, la titulización se convirtió en una importante fuente de financiación que permitió al sistema financiero la obtención recurrente de fondos con los que mantener la expansión de la actividad crediticia. No obstante, el rápido crecimiento de esta actividad conllevó una serie de riesgos que terminaron afectando al conjunto de la economía. Uno de los aspectos que pudo amplificar los efectos de la crisis (especialmente, en sus fases iniciales) y facilitar la transmisión de las tensiones entre los diferentes mercados fue el escaso grado de desarrollo del mercado secundario de titulización. Esta carencia limitó las posibilidades de formar precios fiables para estos productos y dar así a los inversores, en una situación financiera más vulnerable, una posible salida ordenada para sus exposiciones en estos productos. En este contexto, el presente artículo subraya la necesidad de desarrollar mercados secundarios líquidos y eficientes como un elemento esencial en cualquier proceso de reestablecimiento sólido y sostenible de la titulización.

### 1 Introducción

El reconocimiento por parte de varias entidades financieras de sus dificultades para obtener un valor de mercado de algunos productos de titulización vinculados a hipotecas *subprime* estadounidenses fue el detonante, en agosto de 2007, de la actual crisis financiera. Progresivamente, los problemas de iliquidez y riesgo de crédito, inicialmente identificados en un segmento del mercado de titulizaciones hipotecarias muy concreto, se extendieron a otros ámbitos del sistema financiero. De este modo, caben pocas dudas de que la titulización introdujo en el sistema financiero una forma de riesgo sistémico que ni la industria, ni los mercados, ni las autoridades reguladoras pudieron identificar y corregir con suficiente antelación.

En los últimos años, varios trabajos han señalado muchos aspectos de la titulización que podrían haber sido los causantes de ese desequilibrio estructural [véase, por ejemplo, Joint Forum (2011)]. Entre estos factores causantes destacan la posible falta de incentivos por parte de los originadores para ejercer un control suficientemente riguroso de la calidad de los activos titulizados, la escasa transparencia en el funcionamiento de las estructuras de titulización y en la evolución de las carteras de derechos de crédito subyacentes, y la falta de información suficiente en cuanto a la identificación y localización de los riesgos reales de este tipo de operaciones.

Sin embargo, el comportamiento de los mercados secundarios para este tipo de valores en las primeras etapas de la crisis ha sido escasamente analizado, y ello a pesar de que este aspecto cobra una especial relevancia cuando se trata de comprender cómo la titulización actuó de mecanismo transmisor del riesgo al conjunto del sistema financiero en dicho período. En concreto, la falta de un mercado secundario líquido para los valores de titulización que permitiese la formación de precios de mercado suficientemente informativos y fiables, unida a la complejidad característica de estos valores, fue una de las principales causas de las turbulencias que afectaron inicialmente a los balances de los bancos que mantenían alguna exposición en este tipo de productos y de las distorsiones en el funcionamiento de otros mercados, como el de los bonos corporativos.

El presente artículo analiza el papel desempeñado por los mercados secundarios de valores de titulización en la actual crisis financiera y subraya la necesidad de avanzar hacia mercados más líquidos y eficientes para este tipo de valores. Con este objetivo, el documento

se ha dividido en las siguientes secciones. En el apartado segundo se describe el período de crecimiento de la titulización. En el tercero se analizan el papel de la titulización durante las distintas etapas de la crisis y las repercusiones que ha tenido su declive en otros sectores financieros. En el apartado cuarto se describen los principales problemas asociados a la titulización y las medidas tomadas hasta el momento para corregirlos. El quinto apartado se centra en la necesidad de conseguir mercados secundarios eficientes para estos valores y describe cómo algunas de las iniciativas institucionales y privadas puestas en marcha pueden contribuir a este objetivo. El documento se cierra con un apartado final de conclusiones.

## 2 La titulización antes de la crisis *subprime*

### 2.1 EVOLUCIÓN DE LAS PRINCIPALES MAGNITUDES

El desarrollo de los mercados de titulización comenzó en Estados Unidos en la década de 1990, siendo el período comprendido entre los años 2000 y 2007 el que registró las mayores tasas de crecimiento en las emisiones de estos productos (véase gráfico 1).

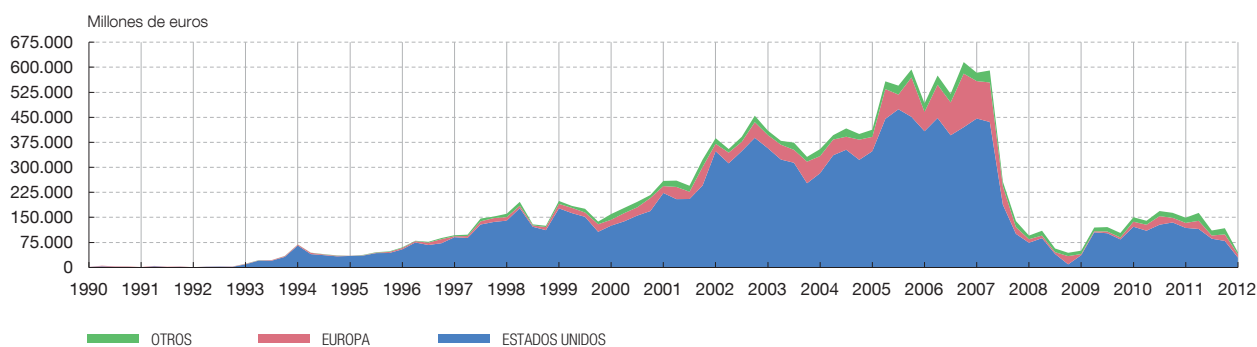
Desde finales de la última década del siglo pasado, el proceso de crecimiento de la titulización se vio impulsado por la disminución relativa del volumen de depósitos bancarios de los clientes particulares que, ante las bajas remuneraciones ofrecidas, buscaron instrumentos más rentables en los que colocar sus ahorros, al tiempo que ese entorno de bajos tipos de interés hacía aumentar la demanda de crédito. Para hacer frente a este desequilibrio entre la oferta y la demanda de fondos, el sector bancario buscó vías alternativas de financiación y encontró en los mercados mayoristas de capitales, especialmente en el de la titulización, una vía accesible para cubrir ese déficit. Así, entre los años 2000 y 2007 el volumen de activos titulizados en Estados Unidos aumentó en 1,5 veces, y se quintuplicó en Europa, aunque en este último caso partiendo de una cifra inicial muy baja.

La elevada aceptación de este tipo de valores en los mercados internacionales convirtió la titulización en una importante fuente de financiación para muchos países industrializados. Por ejemplo, el Fondo Monetario Internacional estima que en Estados Unidos, a mediados del año 2009, el 16 % del crédito hipotecario para la compra de vivienda estaba financiado por la titulización privada [véase FMI (2009)]<sup>1</sup>. En Europa, por su parte, se estima que en 2006 aproximadamente el 10 % del mercado hipotecario residencial estaba financiado por titulizaciones [véase Comisión Europea (2006)]. En España, la importancia

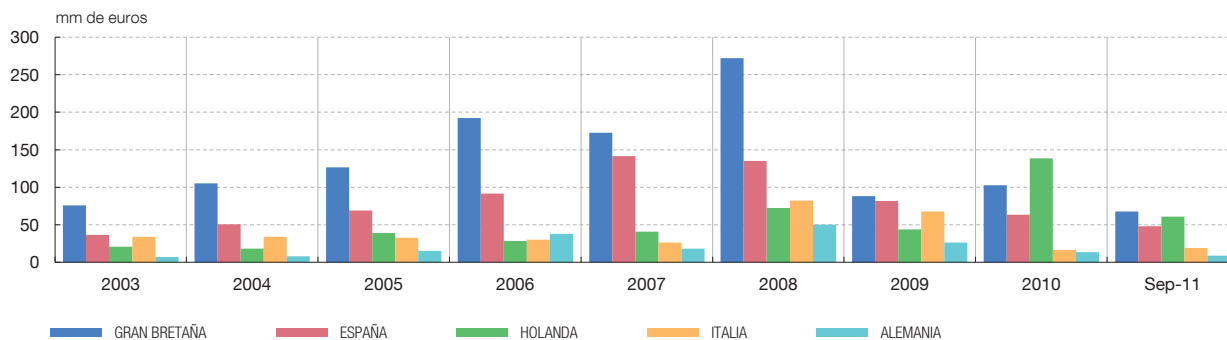
<sup>1</sup> Tradicionalmente, en Estados Unidos las agencias gubernamentales (principalmente, la *Federal Home Loan Mortgage Corporation*, conocida como *Freddie Mac*, y la *Federal National Mortgage Association*, conocida como *Fannie Mae*) habían sido las promotoras de titulizaciones. Sin embargo, la titulización privada, es decir, toda aquella no realizada por alguna de las agencias gubernamentales, cobró relevancia entre 2004 y 2007, llegando a realizar, en alguno de esos años, más del 50 % de todas las emisiones de titulización dentro del mercado estadounidense.

EMISIONES GLOBALES DE TITULIZACIÓN: 1990-ENERO DE 2012

GRÁFICO 1



FUENTE: Dealogic.



FUENTES: AFME y Comisión Nacional del Mercado de Valores.

de la titulización en la actividad económica durante el último ciclo expansivo también estuvo especialmente ligada a los activos hipotecarios, lo que queda patente en el hecho de que los fondos de titulización hipotecaria representaban el 30,5 % del volumen vivo del crédito hipotecario a finales de 2008, cifra que se eleva hasta el 54,3 % si además se incluyen las titulizaciones de cédulas hipotecarias. El rápido crecimiento de los activos españoles titulizados durante esos años convirtió a la industria española de titulización en la segunda proveedora de este tipo de valores en el ámbito europeo (véase gráfico 2).

Aunque el sector de la vivienda fue el principal destinatario de los fondos obtenidos a partir de las titulizaciones, hubo otros sectores que también se beneficiaron del auge de este tipo de financiación estructurada, como fueron los del consumo y el préstamo empresarial.

## 2.2 EL PAPEL DE LA TITULIZACIÓN COMO MECANISMO DE GENERACIÓN DE ACTIVOS DE ALTA CALIDAD CREDITICIA

El crecimiento de la titulización a escala global se vio también impulsado por la relativa escasez de instrumentos de ahorro considerados como seguros, de manera que este tipo de financiación estructurada emergió como uno de los mecanismos más eficaces para generar nuevos activos de elevada calidad crediticia a gran escala<sup>2</sup>.

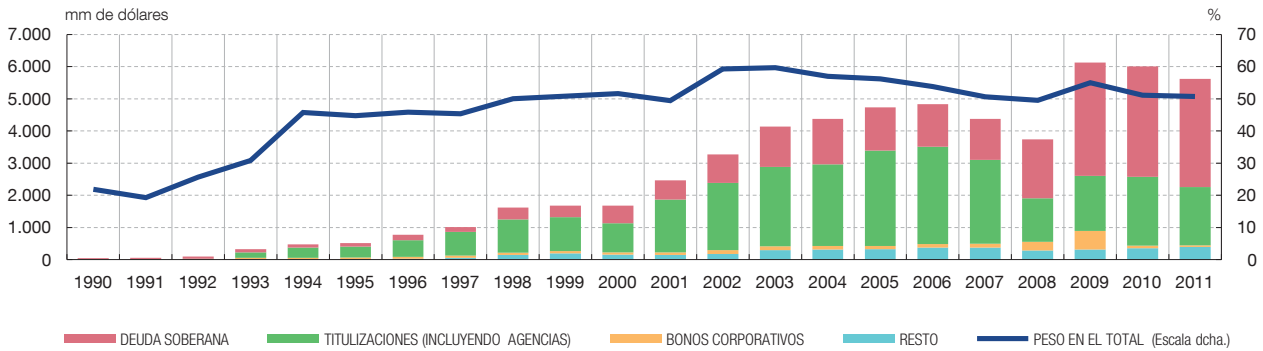
El gráfico 3 muestra el extraordinario crecimiento en la proporción de activos emitidos con calificación de triple-A sobre el total de emisiones de renta fija a largo plazo desde comienzos de la década de los noventa hasta 2009. En efecto, entre 1990 y 2006 los activos con la máxima calificación crediticia pasaron de suponer poco más del 20 % del total de emisiones de renta fija calificadas a representar casi el 55 % de las mismas. Analizando la contribución de los distintos activos al crecimiento total de los activos con calificación triple-A, puede comprobarse la importancia de la titulización en la producción de activos considerados seguros. En concreto, durante ese período, las titulizaciones dieron cuenta del 64 % del crecimiento de la emisión bruta de los instrumentos de renta fija a largo plazo con la máxima calificación crediticia, frente a un 27 % atribuible al crecimiento de la deuda pública. Asimismo, mientras que el porcentaje promedio de emisiones corporativas con triple-A, en relación con las emisiones corporativas totales, era del 9 %, esta proporción alcanzó el 18 % para las emisiones soberanas, elevándose hasta el 75 % en el caso de las titulizaciones.

Durante los años previos a la crisis, los bancos fueron los principales compradores privados de valores procedentes de titulizaciones. Las compañías de seguros, los fondos de inversión y los gestores de activos completarían la relación de inversores, pero dentro de un segundo orden. No obstante, durante ese período se observaron diferencias

<sup>2</sup> Véanse CNMV (2010) y FMI (2012).

## EMISIÓN BRUTA DE RENTA FIJA CON TRIPLE-A MUNDIAL

GRÁFICO 3



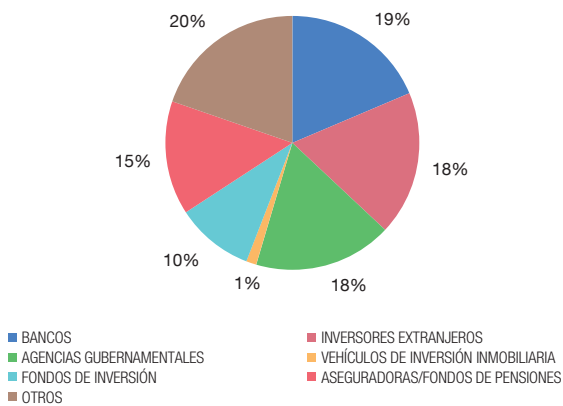
FUENTE: Dealogic.

NOTA: La categoría «resto» incluye cédulas hipotecarias, acciones preferentes y otros instrumentos de renta fija a largo plazo.

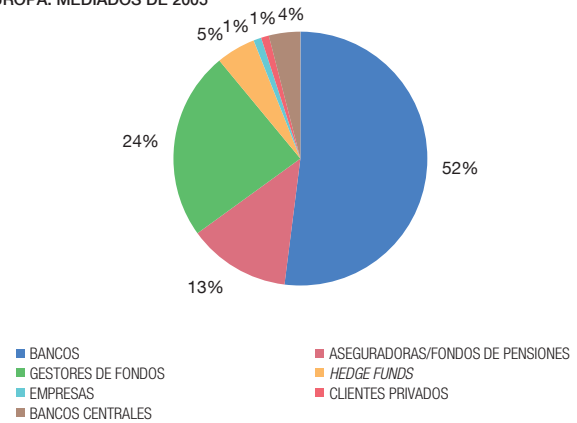
## INVERSORES EN TITULIZACIONES

GRÁFICO 4

ESTADOS UNIDOS: MEDIADOS DE 2007



EUROPA: MEDIADOS DE 2005



FUENTES: Fondo Monetario Internacional y Bond Market Association.

importantes en el abanico de inversores en función de las diferentes áreas económicas (véase gráfico 4). Así, por ejemplo, en Estados Unidos las agencias gubernamentales fueron no solo los principales originadores, sino también inversores muy activos en este tipo de productos, de manera que a finales del 2006 estas agencias contabilizaban en su haber el 21 % de todos los valores respaldados por hipotecas<sup>3</sup>. Por su parte, en el ámbito de la UE, los bancos ocuparon una posición predominante como inversores de este tipo de productos, destacando la relevancia del papel desempeñado por los vehículos emisores de pagarés respaldados por activos (*Asset-Backed Commercial Paper conduits, ABCP*). Estas estructuras fueron uno de los principales demandantes de valores de titulación, aunque resulta difícil conocer su exposición exacta, al tratarse de figuras económicas sometidas dentro del territorio europeo a legislaciones muy diferentes, no siempre bajo la supervisión de los organismos reguladores y que en muchas ocasiones se ubicaron fuera del perímetro de consolidación de sus originadores, normalmente bancos. Con todo, se estima que a finales de 2006 en la UE estos vehículos contabilizaban en torno al 20 % del total del saldo vivo de titulaciones en ese momento<sup>4</sup>.

3 De acuerdo con los datos publicados por Inside Mortgage Finance en su revista *Inside MBS and ABS*, del 16 de marzo de 2007.

4 Véase el informe «Moody's Special Investment Report 2006».

### 3 La crisis en los mercados de titulización

#### 3.1 EL AGOTAMIENTO DEL CICLO EXPANSIVO

Después de más de una década de crecimiento continuado, a mediados de 2007 se produjo un cambio brusco en el entorno descrito antes, provocado fundamentalmente por dos hechos que desestabilizaron las bases del sistema financiero. Por una parte, el aumento de los tipos de interés a partir de 2004 por parte de la Reserva Federal estadounidense (entre 2004 y 2006 el tipo oficial pasó del 1 % al 5,25 %) y, por otra, el descenso sostenido del precio de la vivienda desde finales de 2006. Ambos factores provocaron, indirectamente, un rápido crecimiento de la morosidad y las ejecuciones hipotecarias. No cabe duda de que el tamaño alcanzado por el mercado *subprime* en Estados Unidos en los años que precedieron al inicio de la crisis contribuyó de forma clara a este hecho. En efecto, mientras que en 2002 el volumen de créditos *subprime* representaba el 7 % del mercado hipotecario de ese país, en 2007 la cifra era del 12,5 %.

Como cabría esperar, los bonos respaldados por los préstamos *subprime* fueron los primeros en empezar a notar los efectos de los impagos. Así, en junio de 2007 Bear Stearns tuvo que inyectar liquidez en dos *hedge funds* que mantenían posiciones en valores vinculados a hipotecas *subprime*. En julio de ese año, varios inversores en series de bonos con calificaciones bajas anunciaron pérdidas en sus posiciones y aumentó el número de vehículos que necesitaron de apoyo financiero para hacer frente a sus compromisos.

IKB Deutsche Industriebank (IKB) fue el primer banco europeo que reconoció estar sufriendo problemas financieros debido a hipotecas *subprime* estadounidenses, y en julio de 2007 esta entidad también anunció que debía proporcionar liquidez, por un importe de 3.500 millones de euros, a uno de sus vehículos de titulización con inversiones *subprime*. Unos meses más tarde, en febrero de 2008, el Gobierno alemán anunció que IKB necesitaba una inyección de liquidez de 1.500 millones de euros para evitar la quiebra. En agosto de 2007 BNP Paribas hizo pública la suspensión de tres fondos de inversión, al no poder calcular su valor liquidativo debido a la imposibilidad de obtener un valor de mercado de los activos en los que había invertido. En palabras de la propia entidad, «la desaparición de toda transacción en ciertos segmentos del mercado de la titulización en Estados Unidos lleva a una ausencia de precios de referencia y a una falta de liquidez casi total de los activos que forman parte de las carteras de los fondos, sea cual sea su calidad o *rating*. Esta situación ya no permite establecer una valoración justa de los activos subyacentes y así calcular un valor liquidativo para estos tres fondos» (nota de prensa de BNP, del 9 de agosto de 2007).

De manera simultánea, la incertidumbre que se generó sobre la calidad de los activos titulizados afectó de manera considerable al mercado de los ABCP, algunos de los cuales sufrieron una situación, prácticamente, de pánico inversor. Ello fue debido al desfase en los vencimientos de activos y pasivos con que operaban estas estructuras, para las que una de sus principales fuentes de ingresos era arbitrar el diferencial entre los activos a largo plazo —en su mayoría, valores de titulización que mantenían en sus carteras— y los pasivos a corto plazo, los ABCP, que emitían para financiar la compra de dichos activos. Dado que en la mayoría de los casos estos vehículos no llevaban a cabo una gestión activa de sus carteras, se limitaban a renovar los pasivos a medida que se producía su vencimiento. Cuando los tenedores de ABCP comenzaron a dudar de la capacidad de repago de estos valores, respaldados por valores de titulización en algunos casos vinculados a hipotecas *subprime*, dejaron de renovar sus inversiones al vencimiento abandonando los vehículos con dificultades para hacer frente al pago del resto de los reembolsos pendientes. Sin embargo, fueron pocos los inversores que incurrieron en pérdidas en ese momento, dado que la mayoría de los vehículos tenían garantías de crédito o mejoras crediticias concedidas por bancos, normalmente los promotores de los vehículos, para hacer estas estructuras más atractivas. En conjunto, únicamente el 2,5 % de los ABCP en circulación

en julio de 2007 se clasificó como impagado en el período entre julio de 2007 y diciembre de 2008, siendo los bancos los que absorbieron la mayoría de esas pérdidas. Como resultado, el saldo vivo de ABCP en el mercado estadounidense se contrajo un 44 % en la segunda mitad del 2007 y un 80 % en el europeo<sup>5</sup>.

Pero no fueron únicamente los vehículos emisores de ABCP la única forma de titulización que tuvo que ser rescatada debido a desequilibrios estructurales. Así, por ejemplo, se estima que, desde mediados de 2007, el 30 % de los valores de titulización respaldados por préstamos a particulares distintos de los préstamos hipotecarios y por deuda emitida por empresas (en adelante, por sus siglas en inglés CDO - *collateralized debt obligation*) fue transferido a los balances de los bancos originadores. De este modo, los bancos se convirtieron en los principales tenedores de valores procedentes de titulizaciones.

La consecuencia inmediata fue que la incertidumbre sobre la calidad crediticia de estos valores se convirtió en incertidumbre sobre la calidad crediticia de los bancos. El motivo fue que el sistema contable de los bancos, a diferencia del de la mayoría de los vehículos, exigía la incorporación de esos activos a valor de mercado<sup>6</sup>. Sin embargo, en ese momento no existía un mercado secundario líquido para estos valores, lo cual obligó a la banca a reconocer en sus balances activos con alto grado de deterioro. Esto, a su vez, hizo que las entidades bancarias incurriesen en mermas de capital inesperadas, reduciendo la confianza de los mercados en su solvencia y dificultando así el acceso de estas entidades a sus fuentes de financiación. Esto se vio reflejado en el aumento de los diferenciales de los mercados interbancarios, tanto estadounidenses como europeos, que fue más intenso en Estados Unidos debido, principalmente, a la mayor importancia relativa de la financiación basada en depósitos minoristas en el caso de la banca europea.

Simultáneamente, los mercados secundarios comenzaron a experimentar niveles crecientes de la volatilidad, en gran medida debido a una mayor consideración del riesgo en la formación de los precios en mercado, combinado con políticas de inversión más conservadoras por parte de los inversores, que comenzaron a deshacer sus posiciones con mayor riesgo. Todos estos factores generaron movimientos sustanciales de los precios, lo que provocó una elevada inestabilidad de los precios de muchos activos.

### 3.2 ILIQUIDEZ EN LOS MERCADOS DE TITULIZACIÓN Y CONTAGIO A OTROS MERCADOS

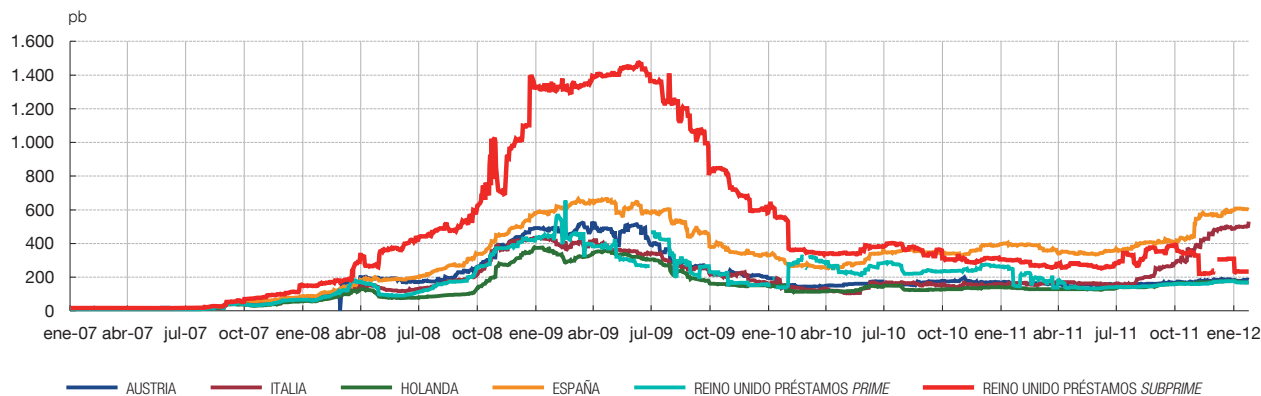
Como se ha señalado anteriormente, la titulización afectó en primera instancia al mercado interbancario. Sin embargo, en un segundo estadio de la crisis otros mercados se vieron asimismo afectados por los problemas de la titulización. En concreto, uno de los mercados financieros más afectados indirectamente fue el de los bonos corporativos.

En efecto, algunos fondos de inversión operaron como mecanismo de transmisión de las tensiones en los mercados de titulización a otros mercados. En particular, estas entidades adquirieron antes del inicio de la crisis importantes cantidades de bonos procedentes de titulizaciones, atraídas por su elevada rentabilidad. Una vez iniciadas las turbulencias financieras en 2007, muchos fondos tuvieron que hacer frente a dos problemas. Por un lado, no podían contar con sus carteras de titulización para obtener efectivo con el que afrontar los reembolsos ordinarios o anticipados que pudieran surgir, dado que no había un mercado secundario activo en el que vender estos productos. Por otro lado, los fondos que estaban obligados a mantener determinadas ratios de calidad crediticia en sus carteras se vieron

<sup>5</sup> De acuerdo con los datos publicados por la Reserva Federal de Estados Unidos y AFME.

<sup>6</sup> El valor de mercado puede calcularse a partir de valores tomados de mercados activos o mediante modelos de valoración en el caso de mercados inactivos o sin datos disponibles.





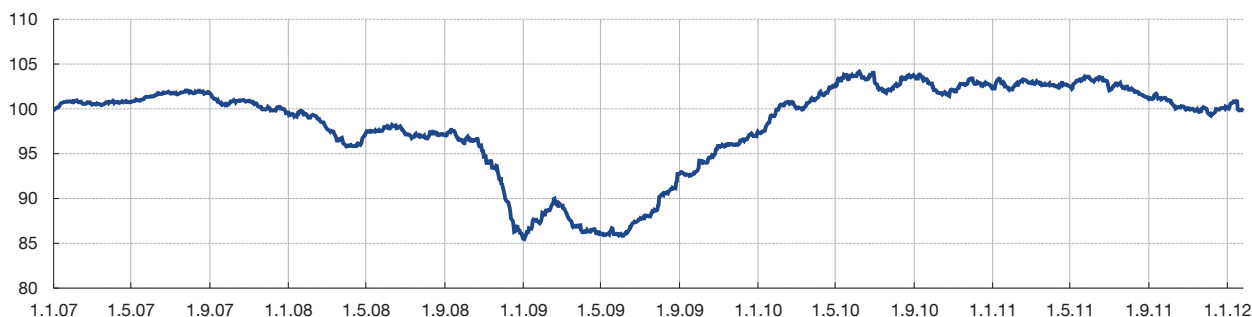
FUENTE: Markit.

a *Residential Mortgage Backed Securities*, bonos de titulización respaldados por créditos hipotecarios para la adquisición de vivienda.

forzados a reequilibrar la composición de sus inversiones, demasiado expuestas en esos momentos a bonos de baja calidad, como consecuencia de la continuada rebaja de las calificaciones de los bonos de titulización. Incapaces de vender los activos deteriorados, tanto por la ausencia de compradores como por su reticencia a registrar en sus libros las importantes pérdidas que dichas ventas podrían llegar a ocasionarles, procedieron a vender en su lugar otros activos más líquidos, como los bonos corporativos. Por ejemplo, Manconi *et al.* (2010) señalan que, en el último trimestre de 2007, los fondos de inversión estadounidenses redujeron en un 15 % el volumen de bonos corporativos en sus carteras, mientras que las titulizaciones tan solo disminuyeron un 9 %. La presión vendedora en el mercado de bonos provocó un aumento del margen entre precios de compra y precios de venta, y contribuyó también a elevar sensiblemente la volatilidad de sus cotizaciones.

En este contexto, cabe cuestionarse por qué los mercados secundarios de titulización no funcionaron correctamente. En primer lugar, es necesario reconocer que la negociación de valores de titulización en el mercado siempre había sido muy moderada. En el momento en que comenzó la crisis, hay dos razones básicas por las que este mercado secundario dejó de funcionar. Por un lado, la escasez de capital limitó la capacidad de los agentes participantes en estos mercados para ejercer su papel de creadores de mercado y, por otro, muchos de los tenedores de titulizaciones consideraron que el precio de mercado era mucho menor que la rentabilidad que razonablemente podrían obtener si los mantenían hasta el vencimiento, por lo que se mostraron reacios a venderlos.

La consecuencia de todo ello fue una disminución generalizada de los volúmenes negociados en torno al 45 % en valores de titulización respaldados por préstamos hipotecarios y del 85 % para valores respaldados por préstamos para la compra de coches, con respecto a los volúmenes previos a la crisis [véase IOSCO (2010)]. En el ámbito europeo, el Comité Europeo de Reguladores de Valores (CESR, por sus siglas en inglés), precursor de la actual Autoridad Europea de Mercados y Valores (ESMA), estimó que el número de transacciones de mercado había pasado de una media de 250 operaciones a la semana antes de la crisis a situarse entre 50 y 100 durante la misma, muchas de ellas, además, calificadas como ventas forzadas [véase CESR (2009)]. En este escenario, los diferenciales en el mercado secundario aumentaron considerablemente (véase gráfico 5) y, aunque al inicio de la crisis hubo cierta reticencia a reducir en exceso las valoraciones por miedo a incentivar las ventas masivas, finalmente los precios sufrieron una caída drástica, alcanzando su punto más bajo a mediados de 2009 (véase gráfico 6).



FUENTE: Markit.

El Markit iBoxx European RMBS Index está calculado diariamente por Markit a partir de los precios proporcionados por Markit European ABS Pricing Service, obtenidos gracias a las contribuciones de 20 creadores de mercado.

Desde entonces, el mercado secundario de valores de titulización ha experimentado una cierta recuperación, gracias a la estabilización de los diferenciales fijados en el mercado primario como consecuencia de los programas de ayuda especiales implementados por varios Gobiernos y bancos centrales. En todo caso, los mercados han establecido una clara diferencia entre los diferentes tipos de activos, demandando mayores rentabilidades a aquellos valores con peor comportamiento histórico, como las titulaciones respaldadas por préstamos hipotecarios no residenciales (CMBS, por sus siglas en inglés), o a las operaciones originadas en países afectados por un mayor grado de incertidumbre económica.

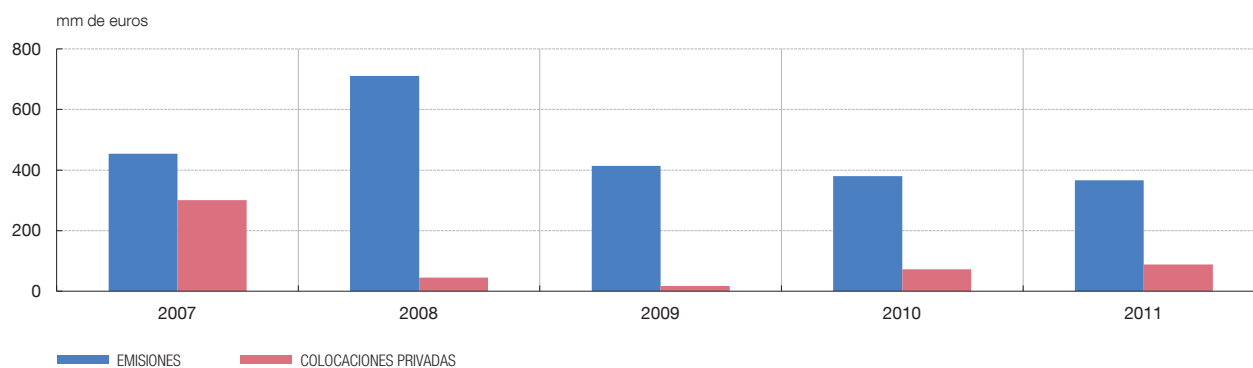
### 3.3 LA ACTIVIDAD EMISORA DURANTE LOS AÑOS DE LA CRISIS FINANCIERA

Otra de las consecuencias más visibles de la crisis en el ámbito de la titulización ha sido la práctica paralización del mercado de las emisiones a escala global (véase gráfico 1). Así, en Estados Unidos las colocaciones privadas de estos activos se redujeron muy sensiblemente, hasta representar únicamente el 12 % del volumen total de titulaciones emitidas en 2011<sup>7</sup>, quedando el mercado abastecido únicamente por las emisiones procedentes de las agencias gubernamentales. En Europa, por su parte, se ha observado una evolución diferente, registrándose un gran crecimiento de las emisiones de valores de titulización durante el 2008 para ir disminuyendo paulatinamente en los siguientes años. Sin embargo, las colocaciones entre inversores privados han sido, durante todos estos años, muy escasas (véase gráfico 7), debido a que los originadores, esencialmente entidades de crédito, han retenido los valores en sus balances para su utilización en programas públicos especiales de apoyo al sector financiero y como garantías en las operaciones de inyección de liquidez articuladas por los bancos centrales.

En este contexto, cabe señalar que las operaciones extraordinarias de apoyo al sistema financiero en Europa no incluían inicialmente entre sus objetivos la recuperación del mercado de las titulaciones. Sin embargo, el modo en el cual se diseñaron muchas de estas operaciones convirtió la titulización, en algunos casos, en un instrumento útil para acceder a las mismas (véase gráfico 8). En particular, las titulaciones cobraron una especial relevancia en la instrumentación de las medidas dirigidas a reducir el peso de los activos deteriorados en los balances bancarios y en los programas de inyección de liquidez.

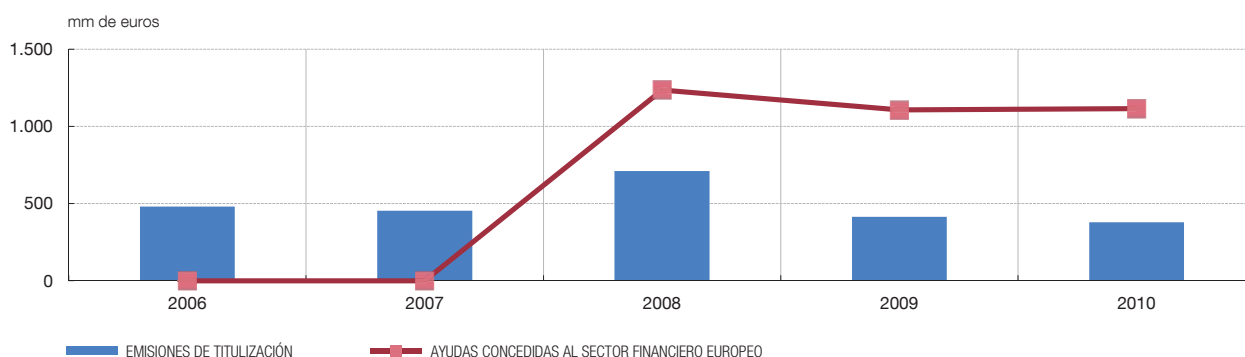
Así, por ejemplo, en el Reino Unido, el Banco de Inglaterra puso en marcha en abril de 2008 el *Special Liquidity Scheme*, que permitía a las entidades financieras y a las sociedades constructoras intercambiar temporalmente con la autoridad monetaria algunos de sus

<sup>7</sup> Datos hasta septiembre de 2011, publicados por la Association for Financial Markets in Europe (AFME). Durante los años 2005 y 2006 la titulización privada estadounidense suponía algo más del 50 % de todo el mercado.



FUENTES: AFME y Comisión Europea.

### COMPARATIVA ENTRE LA EVOLUCIÓN DE LAS AYUDAS FINANCIERAS AL SISTEMA FINANCIERO EUROPEO Y LAS EMISIONES DE TITULIZACIÓN: 2006-2010



FUENTES: AFME y Comisión Europea.

activos ilíquidos, como valores respaldados por préstamos hipotecarios, por bonos del tesoro, con los cuales podrían financiarse en el mercado con mayor normalidad. De acuerdo con los datos publicados por la institución, al cierre del plazo para acudir a estas ayudas, el Banco de Inglaterra había prestado bonos del Tesoro por un valor nominal de 185 mm de libras esterlinas.

Por su parte, el Gobierno español constituyó en octubre de 2008 el Fondo de Adquisición de Activos Financieros, cuyo objetivo era apoyar la oferta de crédito destinado a la actividad productiva de las empresas y los particulares mediante la adquisición de activos financieros emitidos por entidades de crédito y fondos de titulización. El Fondo compró cédulas hipotecarias y bonos de titulización con la máxima calificación crediticia mediante un sistema de subastas que se llevaron a cabo a finales de 2008 y principios de 2009, por un importe total de 19.341 millones de euros.

Aunque su actuación no puede enmarcarse estrictamente dentro de ningún plan de rescate, lo cierto es que el Eurosistema ha venido desarrollando también durante estos tres últimos años un papel importante en la provisión de liquidez al sistema financiero europeo. Cabe destacar en este sentido las adquisiciones temporales de activos de entidades privadas y las operaciones de crédito con garantía de activos. El importe medio de los valores de titulización depositados en garantía en el Banco Central Europeo (BCE) ascendía a finales de 2008 a 1,1 billones de euros, lo que supuso el 9 % del total de sus operaciones durante dicho ejercicio. En 2009, este importe se incrementó hasta los 1,3 billones de

euros, el 10 % del total. En 2010 volvieron a depositarse en garantía valores de titulización por importe de 1,3 billones de euros, que ese año supusieron un 9 % del total.

### 3.4 LA DIVERGENCIA ENTRE EL PRECIO DE LAS TITULIZACIONES Y LA CALIDAD DE LOS ACTIVOS

La incertidumbre sobre el posible deterioro de las carteras de préstamos titulizadas y su impacto sobre las estructuras de titulización fueron factores que determinaron la paralización de este mercado. Los datos que se muestran en el cuadro 1 permiten comprobar que las series con mejor calificación han tenido un comportamiento estable durante los años que dura la crisis, mientras que, como cabría esperar, los valores con menores calificaciones han absorbido los impagos procedentes del deterioro de la calidad crediticia de particulares y corporaciones.

Un análisis más detallado sobre el comportamiento real de las carteras muestra que los niveles de impago se han distribuido de manera desigual entre los diferentes segmentos del mercado de la titulización y que, de manera general, el comportamiento de los valores emitidos en Europa ha sido comparativamente mejor que el de los estadounidenses. En concreto, el nivel de impago de la titulización europea desde que comenzó la crisis a mediados de 2007 hasta el segundo semestre de 2011 se estima en el 1,24 % del saldo titulado<sup>8</sup>, mientras que el de la estadounidense está en torno al 9,66 %. También los valores europeos con mejores calificaciones han mostrado mayor fortaleza. Así, a finales de 2011 tan solo el 0,95 % de los bonos europeos calificados con triple-A hubo de ser clasificado como impagado, y en ningún caso se trató de RMBS, frente al 7,03 % de las titulaciones estadounidenses con la misma calificación. El cuadro 2 proporciona detalles adicionales sobre la distribución de los niveles de impago en ambas áreas económicas para el año 2010.

<sup>8</sup> Según estudios realizados por Standard & Poor's.

#### RATIOS GLOBALES DE IMPAGO DE LOS PRODUCTOS ESTRUCTURADOS: 2007-2010

CUADRO 1

Porcentaje

	2007	2008	2009	2010
AAA	0,0	0,5	0,3	0,3
<i>Investment-grade</i>	0,2	1,0	2,6	0,8
<i>Speculative-grade</i>	3,1	16,1	38,5	20,3
TOTAL	0,6	4,1	16,7	10,9

FUENTE: Standard & Poor's, «Default Study: Global Structured Finance Default Study-1978-2010: Credit Trends Started to Improve in 2010, but U.S. RMBS faces Challenges».

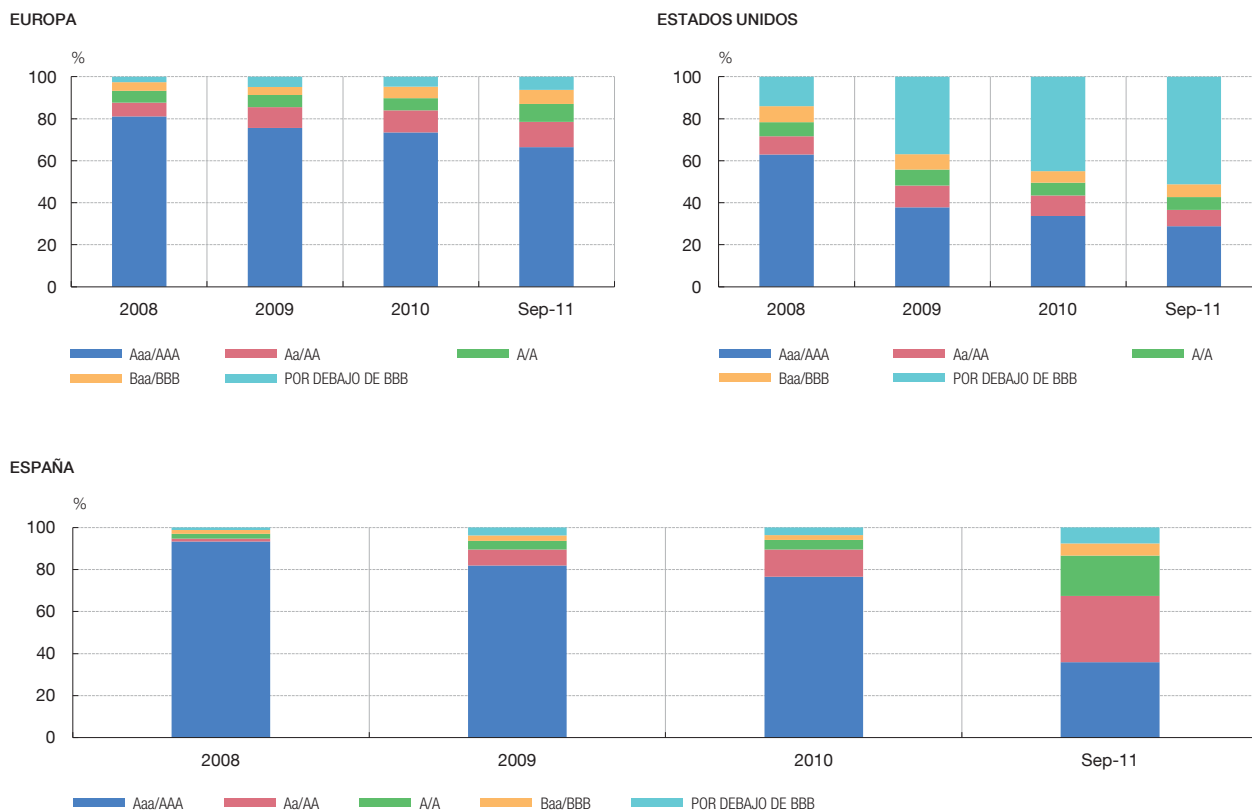
#### ESTADOS UNIDOS FRENTE A EUROPA: RATIOS DE IMPAGO POR SEGMENTO DE TITULIZACIÓN (AÑO 2010)

CUADRO 2

	Europa (%)	Estados Unidos (%)
ABS	0,51	0,61
CDO	3,20	4,90
CMBS	2,85	13,09
RMBS	0,73	17,39
Titulización sintética	0,27	0,40
Total global		10,9

FUENTE: Standard & Poor's, «Default Study: Global Structured Finance Default Study-1978-2010: Credit Trends Started to Improve in 2010, but U.S. RMBS faces Challenges».

NOTA: El segmento RMBS considera también las hipotecas *subprime*. En el apartado CDO se incluyen tanto CDO en efectivo como sintéticos, a valor de mercado y sobre fondos apalancados. CMBS incorpora Re-REMICS y CRE CDO cuyos subyacentes son locales comerciales o CMBS.



FUENTE: Dealogic.

En el caso concreto de España, la evolución de los valores de titulación ha sido semejante a la del resto de los valores europeos, con mejor comportamiento, incluso, en algunos segmentos. Así, la tasa total de impago de los bonos de titulación española contabilizada a finales de 2011 fue del 0,09 %<sup>9</sup>. Las carteras con peor comportamiento fueron las de préstamos para consumo y automoción, con una tasa de fallidos del 2,62 %, mientras que únicamente el 0,29 % de los préstamos para la compra de vivienda titulizados había sido clasificado como fallido<sup>10</sup>.

A pesar del nivel relativamente bajo de impagos en la titulación europea y española, a raíz de la crisis se ha producido un deterioro en la calidad crediticia de las carteras tituladas, lo cual ha quedado reflejado en la evolución de los *ratings* para estos productos (véase gráfico 9).

No obstante, además de un cierto deterioro crediticio de los activos subyacentes, existen otros factores que han afectado a la evolución negativa de las calificaciones crediticias de este tipo de productos, especialmente en el período más reciente. En este sentido, cabe mencionar los cambios metodológicos introducidos por las agencias de *rating* en sus procedimientos de valoración a raíz de la crisis económica o la rebaja de las calificaciones crediticias soberanas a numerosas instituciones financieras, habituales proveedoras de servicios a los fondos de titulación. Todo ello ha motivado, en cierta medida, la evolución a la baja de los *ratings* de los valores de titulación en los últimos años.

9 Tasa de impago de principal e intereses de bonos de titulación sobre los importes pendientes de reembolso.

10 A finales de 2011 los derechos de crédito hipotecarios para la compra de vivienda representaban el 72 % del saldo vivo de las carteras de activos titulizados.

#### 4 Desarrollos normativos recientes en el ámbito de la titulización

La paralización del mercado de la titulización y la transmisión de las tensiones antes descritas desde esta actividad a través de toda la cadena del sector financiero pusieron al descubierto, en algunos casos, deficiencias importantes en la gestión del crédito por parte de las entidades en las prácticas titulizadoras, en los servicios de calificación del crédito y en el comportamiento de los inversores. A continuación se detallan algunas de estas áreas de vulnerabilidad, así como los principales desarrollos normativos adoptados, o en curso de elaboración o aplicación, que diversas autoridades han impulsado recientemente para atajar estas deficiencias.

##### CONFLICTOS DE INTERÉS

Una de las ideas sobre las que más se ha debatido ha sido la presencia de conflictos de interés a lo largo de la cadena de la titulización y sus potenciales efectos negativos sobre la calidad de estos activos<sup>11</sup>. En concreto, se han identificado tres problemas importantes en este ámbito: el deterioro de los niveles de calidad en la creación y supervisión de los préstamos por parte de los originadores, la existencia de información asimétrica entre los diferentes agentes que participan en el proceso y la actuación de las agencias de *rating* en la titulización.

##### DETERIORO DE LOS NIVELES DE CALIDAD EN LA CREACIÓN Y SUPERVISIÓN DE LOS PARTES DE LOS ORIGINADORES

Varios estudios recientes han documentado cómo la utilización generalizada del modelo «originar para distribuir», principalmente en Estados Unidos, redujo el nivel de exigencia en los procedimientos de aprobación y supervisión de los prestamistas, lo cual podría haber llevado a una disminución en la calidad de los préstamos titulizados antes de la crisis<sup>12</sup>. De esta manera, los originadores de préstamos estarían ahorrándose los costes de obtener una mayor información sobre la calidad de los activos titulizados, puesto que no obtendrían ningún beneficio futuro de dicha información, ya que esos activos serían vendidos posteriormente a través de su titulización<sup>13</sup>.

Una de las posibles soluciones para hacer frente a este problema, y que ha recibido un elevado grado de atención a raíz de la crisis, consiste en involucrar de manera más directa a los originadores en sus propias operaciones de titulización, obligándoles a retener una parte del riesgo de estas operaciones. La declaración final emitida por el G 20 en la Cumbre de Pittsburgh, en septiembre de 2009, recomendaba el establecimiento de umbrales mínimos de retención para los originadores de estos productos. En un informe publicado por IOSCO en marzo de 2011 [véase IOSCO (2011)] se señala que la mayoría de las jurisdicciones ha implementado o está considerando implementar requisitos de retención en el ámbito de la titulización.

En Estados Unidos, la Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (en adelante, Ley Dodd-Frank) establece las líneas generales de los requerimientos de retención del riesgo y deja a la Securities Exchange Commission (SEC) y a las diferentes agencias bancarias federales el desarrollo de las reglas concretas dentro de sus respectivos ámbitos de actuación. En Europa, los requerimientos de retención para originadores de titulizaciones que sean entidades de crédito han sido introducidos mediante una modificación de la Directiva de Adecuación de Capital, conocida como CRD II, en su artículo 122(a)<sup>14</sup>. En síntesis, la nueva normativa europea establece que los bancos no puedan invertir en titulizaciones a menos que los originadores de las mismas retengan, como

11 Ashcraft y Schuermann (2008) realizan una descripción exhaustiva de los diferentes agentes participantes en el proceso de titular y estudian los potenciales conflictos de interés entre ellos.

12 Keys *et al.* (2010), Purnanandam (2010) o Kara *et al.* (2010).

13 Véanse también Bubb y Kaufman (2009) o Bhardwaj y Sengupta (2009).

14 Directiva (CE) n.º 111/2009, de 16 de septiembre de 2009.

mínimo, el 5 % del riesgo. Además, medidas similares a las recogidas en el artículo 122(a) de la Directiva de Adecuación del Capital para entidades de crédito se han incluido en otros desarrollos normativos europeos, como la Directiva (CE) n.º 138/2009, sobre el seguro de vida, el acceso a la actividad de seguro y reaseguro y su ejercicio (Solvencia II), y la Directiva para gestores de inversión alternativos. De esta manera se pretende crear un marco regulatorio homogéneo en el ámbito europeo para todo el abanico de inversores potenciales en este tipo de productos y evitar la posibilidad de arbitraje regulatorio.

La existencia de información asimétrica entre los diferentes agentes involucrados en una titulización ha sido ampliamente señalada como uno de los principales problemas asociados a este tipo de operaciones. Las prácticas del tipo *cherry picking* entre originadores y promotores de titulaciones podrían haber contribuido a sembrar la duda en el mercado sobre la calidad de las carteras de activos subyacentes, alimentada, posteriormente, por la escasa información disponible al respecto a lo largo de la vida de los valores emitidos<sup>15</sup>. Por otra parte, la dificultad para entender el funcionamiento de estas estructuras, que en muchos casos estaban diseñadas específicamente para un inversor, junto con la escasa información aprovechable acerca de las mismas, motivó que los inversores recurriesen sistemáticamente a los análisis efectuados por las agencias de *rating*.

Desde diferentes ámbitos se han llevado a cabo importantes esfuerzos para mejorar la información puesta a disposición de los inversores y el mercado, tanto en el momento de la creación de los valores como de manera continuada durante la vida de los mismos. En este sentido, IOSCO (2010) y el Joint Forum (2011), entre otros, han defendido los beneficios de una mayor transparencia y la necesidad de mayor y mejor información en relación con los mercados de titulización, de manera que los inversores sean capaces de llevar a cabo sus propias valoraciones, disminuyendo así su excesiva dependencia de las agencias de *rating*.

En Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank establece varias directrices generales en este sentido. En el ámbito europeo, se han puesto en marcha varias iniciativas. Así, a través de la anteriormente mencionada CRD II, se han introducido nuevos requisitos de disponibilidad de información para originadores o promotores de titulaciones que sean entidades de depósito. En paralelo, algunas jurisdicciones europeas han desarrollado normativas complementarias para aumentar la transparencia en este ámbito; así, por ejemplo, en España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores estableció en 2009 requerimientos de información pública periódica<sup>16</sup>, con formato estandarizado y envío electrónico, para los fondos de titulización.

Otro de los trabajos puestos en marcha recientemente es la *loan-level initiative*, que el BCE está desarrollando con el objetivo de promover el establecimiento de una central de registro de datos europeos para el procesamiento, verificación y transmisión de datos de los préstamos que respaldan valores de titulización y que son utilizados como colaterales en las operaciones de las instituciones financieras con este organismo. Está previsto que este sistema electrónico de información comience a funcionar en el tercer trimestre de 2012. Por su parte, el Banco de Inglaterra también está en proceso de implementar requerimientos similares de información, es decir, a escala individualizada, de los préstamos vinculados a activos elegibles como colaterales en operaciones con esta institución.

<sup>15</sup> Esta idea ha sido tratada en trabajos académicos como los realizados por Elul (2009) o Berndt y Gupta (2009).

<sup>16</sup> Circular 2/2009, de 25 de marzo, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, modificada posteriormente por la Circular 4/2010.

El marco legal y las prácticas del mercado antes de la crisis conformaron un sistema estrechamente vinculado y muy dependiente de la actuación de las agencias de *rating*<sup>17</sup>. Así, en el ámbito normativo hay tres áreas principales en las que los reguladores han identificado una dependencia excesiva del mercado con respecto a las calificaciones crediticias. El primero se refiere al uso de las calificaciones externas para el cálculo de requerimientos de capital y límites regulatorios<sup>18</sup>. El segundo está relacionado con el cumplimiento de requerimientos normativos vinculados a la consecución de determinados niveles de calidad crediticia por parte de fondos de inversión, fondos de pensiones y compañías de seguros. Y, por último, el tercero alude a la implementación para algunas instituciones financieras de políticas de inversión asociadas al cumplimiento de niveles mínimos de *rating* en sus carteras.

Con respecto a las prácticas de mercado habituales en los años previos a la crisis, el éxito o el fracaso de las colocaciones de valores en los mercados internacionales dependían, en gran medida, de los informes emitidos por las agencias, ya que los inversores utilizaban sus calificaciones como punto de partida en sus decisiones de inversión, dedicando pocos recursos, en general, al análisis propio. En este entorno, las bruscas rebajas en las valoraciones de las titulaciones que tuvieron lugar al comienzo de la crisis plantearon una serie de interrogantes acerca de la calidad de las mismas<sup>19</sup>. En concreto, entre los problemas más relevantes detectados en este ámbito destacan la posibilidad de conflicto de intereses en el doble papel de las agencias de *rating*, como oferentes de servicios de asesoramiento o consultoría a los emisores de titulaciones, por un lado, y como valoradores, por otro; el riesgo de selección estratégica de las calificaciones por parte de los emisores (*rating shopping*) con el objetivo de lograr la mejor calificación posible; la reducida experiencia en la calificación de titulaciones, especialmente aquellas más complejas para las que no existían registros estadísticos lo suficientemente representativos sobre su comportamiento histórico, y la falta de información relativa a algunos aspectos clave, como la metodología de valoración, el significado de las calificaciones o la profundidad y calidad del análisis de riesgos de los activos subyacentes.

Por ello, el Comité de Estabilidad Financiera (FSB, por sus siglas en inglés) ha recomendado una reducción progresiva de la dependencia de organismos públicos e instituciones financieras de su dependencia en las calificaciones emitidas por las agencias de *rating* y, actualmente, muchos países están trabajando en este sentido<sup>20</sup>.

## 5 El papel de la titulización en el escenario postcrisis: el papel de los mercados secundarios

En la actualidad, la mayoría de instituciones y organismos ha reconocido los beneficios de la titulización y la necesidad de recuperar esta forma de financiación para bancos y otras entidades financieras. Aunque la inexistencia de un mercado secundario para las titulaciones durante la crisis no ha sido considerada como una causa de primer orden del colapso de esta industria, los estudios realizados por diferentes instituciones coinciden en que la existencia de un mercado transparente y eficiente para este tipo de valores es uno de los

17 El Joint Forum realizó un estudio sobre el papel que desempeñan las agencias de *rating* en las diferentes jurisdicciones y fue publicado en junio del 2009 bajo el título *Stocktaking on the use of credit ratings*.

18 En el ámbito europeo, es especialmente relevante para el método contable *standard* y para las titulaciones.

19 Ashcraft *et al.* (2009) o Mathis *et al.* (2009).

20 La sección 939A de la Ley Dodd-Frank requiere a las agencias federales revisar la normativa vigente para determinar el grado de dependencia en las calificaciones emitidas por las agencias de *rating* y recomienda reducirla, en la medida de lo posible. En esa misma línea, la Comisión Europea publicó en noviembre de 2011 una propuesta de directiva para modificar las disposiciones legales sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios y gestores de fondos de inversión alternativos en lo que se refiere a la dependencia excesiva de las agencias de *rating*.



factores fundamentales para lograr la recuperación de esta actividad<sup>21</sup>. En este ámbito, como se analiza en detalle a continuación, los esfuerzos se están centrando en dos áreas principales: la simplificación y estandarización de los productos, y la transparencia post-negociación.

Las titulaciones son productos relativamente complejos, con un alto grado de heterogeneidad en sus estructuras, en la composición de las carteras subyacentes y en multitud de aspectos relacionados con su comportamiento y pago de flujos de efectivo. En Europa, además, siguen existiendo diferencias importantes entre las regulaciones y las prácticas de mercado a escala nacional. El grado de heterogeneidad que esto genera ha obstaculizado el desarrollo de los mercados secundarios, ya que los bonos de titulación de unos inversores eran difícilmente intercambiables con los de otros.

Existen varias iniciativas para conseguir un mercado de valores de titulación más homogéneo, sencillo y estandarizado. La industria europea, encabezada por la EFSRT (*European Financial Services Round Table*) y AFME (*Association for Financial Markets in Europe*), está trabajando en un ambicioso proyecto para conseguir una categoría estandarizada en el ámbito de la UE de ABS de alta calidad, a través del programa *Prime Collateralized Securities* (PCS). El principal objetivo de este programa es aumentar la estandarización en la elaboración de informes, el uso de definiciones, las obligaciones de información y los tipos de estructuras. En Estados Unidos, por su parte, se está proponiendo a través de la Ley Dodd-Frank un tratamiento regulatorio diferente para las titulaciones hipotecarias de alta calidad. En concreto, cuando el conjunto de activos que respaldan el bono de titulación cumple los requisitos para ser una hipoteca residencial cualificada (QRM, por sus siglas en inglés), la estructura titulada podrá acogerse a determinadas ventajas regulatorias (como, por ejemplo, quedar exenta de las reglas de retención mínima del riesgo por parte de los originadores). El cuadro 3 muestra los criterios para determinar si un activo puede considerarse QRM en Estados Unidos y proporciona una comparativa con los requisitos del proyecto PCS.

Otra iniciativa que indirectamente redundará en una mayor homogeneización de los valores de titulación es el desarrollo de una legislación específica para los mercados no organizados (*over the counter*, OTC) de derivados<sup>22</sup>. El uso intensivo de los derivados en las estructuras de titulación genera complejidad en la valoración y en la comprensión de estos instrumentos por parte de los inversores. De manera general, el nuevo marco regulatorio exige mayores requisitos de capital para aquellas transacciones que contengan derivados no estandarizados, de forma que los participantes en el mercado estarán incentivados a utilizar instrumentos estandarizados y a diseñar las estructuras de titulación, de forma que obtengan el mayor ahorro posible en términos de capital. Como consecuencia, es posible que algunos tipos de titulaciones no sean económicamente viables y se alcance un mayor nivel de estandarización de estos productos reduciendo el abanico de derivados utilizables para que una transacción sea beneficiosa.

Lograr productos más simples y homogéneos debería ayudar a los inversores a desarrollar métodos de valoración más robustos, reducir la segmentación del mercado e impulsar la presencia de precios de referencia en el mercado.

21 Véanse Joint Global Initiative (2008), IOSCO (2010) y CESR (2009).

22 Esta es una de las medidas para la reforma del sistema financiero global acordadas por el G 20 en la cumbre de líderes de abril de 2009 en Londres.

	EEUU: QRM	UE: PCS
Garantía	Primera hipoteca	Primera hipoteca (segunda si la primera está incluida)
Vencimiento	30 años	—
Solicitud por escrito del prestatario	Sí	—
Mora (c)	No	No
Mora previa	El prestatario no puede haber estado en mora durante 60 días o más en el pasado o con alguna deuda pendiente durante los 24 meses precedentes	Máximo un pago en los últimos doce meses
Condiciones de pago	No está permitido: carencia de principales, amortizaciones negativas, pagos a vencimiento o penalizaciones por amortizaciones anticipadas	Como máximo, se permiten pagos anuales
<i>Loan to Value</i> (LTV)	80%	100%
Obligación de que el prestatario efectúe un pago inicial en efectivo	Sí	—
Calidad del deudor	Mensualidad hipoteca / ingresos brutos mensuales: 28 % Deudas mensuales totales / ingresos brutos mensuales: 36 %	Mensualidad hipoteca / ingresos brutos mensuales: 38 %
Puntos y comisiones	Máximo 3% del préstamo	—
Prohibición de sustituir al prestatario	Sí	—
Publicación de los compromisos de mitigación en caso de impago asumidos por el originador	Sí	Sí

FUENTE: Elaboración propia.

a QRM son las siglas en inglés de Qualified Residential Mortgage.

b PCS son las siglas en inglés de Prime Collateralized Securities.

c El deudor no se retrasa más de 30 días en el pago de la hipoteca.

TRANSPARENCIA  
EN LOS MERCADOS  
DE NEGOCIACIÓN DE  
LOS VALORES DE  
TITULIZACIÓN

En apartados anteriores se han comentado las iniciativas regulatorias puestas en este sentido y que afectan, no solamente a la información disponible en el momento de la creación de los valores, sino también a lo largo de la vida de los mismos<sup>23</sup>. Es necesaria una mayor transparencia para fomentar la eficiencia del mercado, para reducir asimetrías de información entre los agentes de mercado y así, por un lado, mitigar los conflictos de intereses existentes a lo largo de la cadena de titulización y, por otro, promover la competencia entre los intermediarios (*dealers*) que operan con este tipo de productos. Así, unos niveles mayores de transparencia facilitarían la valoración de carteras y posiciones y ayudarían a los inversores a la hora de evaluar la calidad de las ejecuciones de órdenes que impliquen a intermediarios.

No obstante, algunos analistas y participantes en el mercado argumentan que, en el actual escenario de crisis, los precios de negociación podrían tan solo reflejar ventas urgentes y no las condiciones «fundamentales» de mercado. Además, dado que el número de participantes en el mercado secundario ha sido tradicionalmente reducido, existe una preocupación añadida por el riesgo que supone en el anonimato de los participantes en

23 La modificación de la Directiva de Adecuación del Capital, CRD II, también incluye, para aquellos bancos que actúen como originadores o promotores de titulizaciones, la obligación de proporcionar de manera continuada información a los inversores sobre la evolución de las carteras titulizadas.

el mercado y sus estrategias de negociación un aumento de la transparencia postnegociación. Sin embargo, los acontecimientos han dejado claro que el actual nivel de información disponible en los mercados para inversores y supervisores en muchos casos está todavía por debajo de los niveles óptimos.

En este contexto, la propuesta presentada por la Comisión Europea para la revisión de la actual Directiva MiFID<sup>24</sup> prevé un nuevo régimen de transparencia postnegociación para productos estructurados que cuenten con folleto informativo o que se negocien en un mercado organizado. En particular, se establece la obligación de publicar el precio, volumen y momento en que se ha efectuado una transacción tanto en mercados organizados como para el caso de sociedades de inversión y operadores de mercado funcionando en Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) o en Sistemas Organizados de Negociación (SON). La Comisión Europea ha delegado en ESMA la determinación de los detalles prácticos para este nuevo marco de transparencia.

Sin embargo los esfuerzos regulatorios llevados a cabo para mejorar los niveles de transparencia de los mercados secundarios organizados para los valores de titulización podrían no ser del todo eficaces si no se tiene en consideración que este tipo de productos ha sido negociado, mayoritariamente, en mercados OTC. Así, por ejemplo, en 2005, el 95% de la negociación de los valores de titulización europeos se había realizado directamente cliente-*dealer* o entre *dealers*, telefónicamente<sup>25</sup>.

En general, los mercados OTC se caracterizan por su opacidad y los de titulización no han sido una excepción. En los años previos a la crisis, los precios de mercado disponibles para una gran parte de la titulización europea eran proporcionados por las empresas proveedoras de datos y dichos precios no procedían necesariamente de transacciones realmente efectuadas, sino que a veces se trataba contribuciones de los agentes del mercado al libro de órdenes. A pesar de su cuestionable validez como referencias de mercado, estos precios fueron sistemáticamente utilizados en las valoraciones de colaterales en operaciones *repo*, valoraciones de carteras o posiciones de riesgo y para el cálculo del valor neto de los activos a efectos contables.

En este contexto, el sector privado ya ha puesto en marcha varias iniciativas enfocadas a corregir los fallos que la crisis financiera ha puesto de manifiesto. Por ello, las últimas plataformas electrónicas de negociación para bonos europeos (incluidos los procedentes de titulaciones), como BondMatch o Galaxy, contemplan el cumplimiento de medidas en el ámbito de abuso de mercado, la existencia de una cámara de compensación con cámara de contrapartida central y cuentan con un sistema multilateral para el cruzado de operaciones<sup>26</sup>. También el lanzamiento de nuevos índices de referencia para los bonos de titulización europea, como el Markit iBoxx European ABS Index<sup>27</sup>, puede mejorar la percepción de los inversores con respecto a los retornos de las carteras de titulización europea.

---

24 La revisión de la MiFID se ha presentado bajo la forma de dos documentos: una versión revisada de la actual directiva MiFID y, en documento separado, un reglamento, MiFIR.

25 Este dato aparece en el documento *Response to FSA discussion paper 05/05 on trading transparency in the UK secondary bond market*, realizado por las siguientes asociaciones: Bond Market Association, European High Yield Association, Trade Association for Emerging Markets, European Primary Dealers Association y European Securitisation Forum. Véase también IOSCO (2010).

26 Estos Sistemas Multilaterales de Negociación han sido autorizados por la *Autorité des Marchés Financiers* francesa.

27 El Markit iBoxx European ABS Index está formado a partir de datos proporcionados por más de 20 creadores de mercado.

En general, en los mercados OTC se debe mejorar la publicación de información y disponer de una mayor transparencia en la formación de precios, con una clara distinción entre precios de transacciones efectivamente realizadas y cotizaciones de precio. También deberían desarrollarse libros de órdenes que casen órdenes de forma multilateral y que dispongan de registros históricos como referencia para análisis en el ámbito de la postnegociación.

## 6 Conclusiones

A lo largo de este documento se ha analizado la forma en que los mercados de titulización pudieron contribuir a propagar las tensiones desatadas al comienzo de la actual crisis financiera a otras partes del sistema financiero. En concreto, se estudia el papel que ha podido desempeñar la ausencia de un mercado secundario para los valores de titulización que actuase de mecanismo estabilizador, proporcionando precios fiables para este tipo de activos y creando un entorno propicio para dar entrada a nuevos inversores y salida a aquellos otros que hubiesen optado por seguir esquemas de inversión más conservadores.

En estos momentos, desde diferentes ámbitos institucionales se ha manifestado la necesidad de recuperar la titulización como una alternativa válida de financiación para el sector financiero y empresarial, aunque corrigiendo los errores evidenciados en el pasado e introduciendo nuevos elementos que contribuyan a eliminar el estigma que viene soportando esta industria en los últimos años y lograr hacerla atractiva, de nuevo, para emisores e inversores. En todo caso, hay que tener en cuenta que, para que las iniciativas regulatorias tengan el éxito deseado, es necesario conseguir un equilibrio entre transparencia, desde el punto de vista de los inversores, que demandan mayor y mejor acceso a la información, y la eficiencia, a fin de que la divulgación de dicha información no sea excesivamente onerosa para los originadores.

En este contexto, es deseable que las distintas iniciativas que se lleven a cabo en el ámbito de la titulización tengan presente su posible impacto de cara a facilitar el desarrollo de mercados secundarios líquidos y eficientes para este tipo de valores. La experiencia obtenida de la evolución histórica de otros mercados financieros, como el de acciones, muestra la necesidad de conseguir mayores y mejores estándares de divulgación de la información, al tiempo que una mayor disponibilidad de esta de una forma continuada durante la vida de los activos, que permita realizar análisis más precisos y tomar unas decisiones más eficientes. De la misma forma, la transparencia, tanto en relación con los productos como con los mercados donde se negocian, es necesaria para lograr reglas de difusión homogénea y comparable a escala internacional. Por su parte, la industria debe continuar con sus esfuerzos para conseguir que estos productos sean menos complejos y más estandarizados, pues normalmente solo los instrumentos relativamente sencillos, sobre los que existe información accesible y comprensible por parte de los inversores, llegan a ser negociados a gran escala en mercados secundarios.

## BIBLIOGRAFÍA

- ASHCRAFT, A., y T. SCHUERMAN (2008). *Understanding the Securitisation of Subprime Mortgage Credit*, Reserva Federal del Banco de Nueva York, Staff Report n.º 318.
- ASHCRAFT, A., P. GLODSMITH-PINKHAM y J. VICHERY (2009). *MBS Ratings and the Mortgage Credit Boom*, European Banking Center, Paper n.º 2010-24S, disponible en <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=107205>.
- BERNDT, A., y A. GUPTA (2009). «Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-Distribute Model of Bank Credit», *Journal of Monetary Economics*, vol. 56, pp. 725-743.
- BHARDWAJ, G., y R. SENGUPTA (2009). *Where's the Smoking Gun? A Study of Underwriting Standards for US Subprime Mortgages*, Reserva Federal del Banco de San Luis Working Paper n.º 2008-036C, octubre.
- BUBB, R., y A. KAUFMAN (2009). *Securitisation and Moral Hazard: Evidence from a Lender Cutoff Rule*, Reserva Federal del Banco de Boston, Public Policy Discussion Paper n.º 09-5, septiembre.
- CESR (2009). «Transparency of corporate bond, structure finance product and credit derivatives markets - Final Report», disponible en [http://www.esma.europa.eu/system/files/09\\_348.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/09_348.pdf).

- COMISIÓN EUROPEA (2006). «Report of the Mortgage Funding Expert Group», disponible en [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances-retail/docs/home-loans/mfeg/final\\_report-en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances-retail/docs/home-loans/mfeg/final_report-en.pdf).
- COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (2010). «Los mercados financieros a través de la crisis», capítulo 2 del *Informe Anual, 2009*, disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/AnnualReport2009\\_weben.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/AnnualReport2009_weben.pdf).
- ELUL, R. (2009). *Securitisation and Mortgage Default: Reputation vs. Adverse Selection*, Reserva Federal del Banco de Filadelfia, Working Paper n.º 09-21.
- FITCH RATINGS (2008). «The difference between traditional ABCP conduits and SIVs», disponible en <http://fitchratings.com>.
- (2008). «Fair Value Accounting: Is It Helpful in Illiquid Markets?», *Fitch Research Special Report*.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (2009). «Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls», *Global Financial Stability Report*, octubre, capítulo 2.
- (2012). «Safe assets: Financial system corner stone?», *Global Financial Stability Report*, abril, capítulo 3.
- IOSCO (2010). «Transparency of Structured Finance Products – Final Report», disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD326.pdf>.
- (2011). «Implementation Report, report of the IOSCO Task Force on Unregulated Financial Markets and Products», disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD348.pdf>.
- JOINT FORUM (2009). «Stocktaking on the use of credit ratings», disponible en <http://www.bis.org/publ/joint22.pdf>.
- (2011). «Report on assets securitisation incentives», disponible en <http://www.bis.org/publ/joint26.pdf>.
- JOINT GLOBAL INITIATIVE (2008). «Restoring Confidence in Securitisation Markets», disponible en <http://www.sifma.org>.
- KARA, A., D. MARQUÉS-IBÁÑEZ y S. ONGENA (2010). «Securitization and Lending standards: Evidence from the Wholesale Loan Market», Banco Central Europeo, disponible en [http://www.ecb.int/events/conferences/shared/pdf/Securitisation\\_and\\_lending\\_standards.pdf?2d0ea0458477730e6a9ec780410704c8](http://www.ecb.int/events/conferences/shared/pdf/Securitisation_and_lending_standards.pdf?2d0ea0458477730e6a9ec780410704c8).
- KEYS, B., J. T. MUKHERJEE, A. SERU y V. VIG (2010). «Did Securitisation Lead to Lax Screening? Evidence From Subprime Loans», *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 125, n.º 1, pp. 307-362.
- MANCONI, A., M. MASSA y A. YASUDA (2010). *The Behavior of Intoxicated Investors: The role of institutional investors in propagating the crisis of 2007-2008*, NBER Working Paper n.º 16191.
- MATHIS, J., J. MCANDREWS y J. C. ROCHET (2009). «Rating the raters: Are reputation concerns powerful enough to discipline rating agencies?», *Journal of Monetary Economics* 56 (5), pp. 657-674.
- MOODY'S (2006). *Moody's Special Investment Report*.
- PURNANANDAM, A. (2010). *Originate-to Distribute Model and the Sub-Prime Mortgage Crisis*, Corporación Federal de Seguro de Depósitos, Centro de Estudios Financieros, Working Paper n.º 2010-08.
- THE BOND MARKET ASSOCIATION AND THE AMERICAN SECURITIZATION FORUM (2006). «An Analysis and Description of Pricing and Information Sources in the Securitized and Structured Finance Markets», disponible en <http://www.sifma.org/WorkArea/DownloadAsset.aspx?id=21641>.