

BANCO DE **ESPAÑA**

Marrakech, 11 de noviembre de 2005

Titulización de activos: perspectivas desde un Banco Central

Primer Foro Español de Titulización. EBN Banco

D. Gonzalo Gil

Subgobernador del Banco de España

Quisiera comenzar mi intervención agradeciendo a los organizadores de estas jornadas la oportunidad que me brindan para compartir con ustedes algunas reflexiones acerca de las tendencias recientes y de los desarrollos futuros que pueden plantear los procesos de titulización de activos para el sector bancario.

En las últimas décadas, los mercados financieros han experimentado importantes cambios que han alterado sustancialmente su fisonomía. Así, por ejemplo, se ha producido una creciente internacionalización de las entidades, que ha de enmarcarse en un contexto de mayor globalización financiera. Asimismo, en los últimos años han tenido lugar importantes avances tecnológicos que han permitido el desarrollo de productos más sofisticados y complejos. Este tipo de productos, que plantean una mayor dificultad de tratamiento precisamente relacionada, al menos en parte, con su mayor complejidad, permiten a las entidades desarrollar nuevas líneas de negocio, al tiempo que les facilitan adecuarse a las necesidades de sus clientes. La titulización de activos ha de situarse en este contexto.

A lo largo de mi intervención, tengo la intención de compartir con ustedes alguna reflexión acerca de la evolución de la titulización de activos a lo largo de los últimos años, entendiendo esta actividad como el proceso de transformación de un conjunto de activos del balance de una entidad, típicamente poco líquidos, como préstamos hipotecarios, en valores que pueden ser transmitidos, vendidos o cedidos. Asimismo, querría analizar las ventajas que plantea para las entidades de crédito, así como algunos de los potenciales riesgos desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Finalmente, tengo la intención de comentar brevemente los últimos desarrollos de la regulación prudencial en esta materia, en especial los relacionados con el Marco revisado de la Convergencia Internacional de Capitales del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, más conocido como Basilea II y su influencia sobre la regulación española y en el previsible desarrollo del mercado.

Evolución de la titulización de activos en el sector bancario

La evolución de la titulización viene determinada por un conjunto amplio de factores, entre ellos el propio grado de desarrollo de los mercados de renta fija, en términos de su estrechez y liquidez. No obstante, la titulización de activos, por sus propias características, es una actividad que depende, en gran parte, de la evolución de las regulaciones existentes en la materia.

En España, la ley de 1981 del mercado hipotecario permitía a las entidades emitir bonos, cédulas y participaciones hipotecarias, que quedaban garantizados por los préstamos y créditos hipotecarios que figuraban en su balance. Las participaciones hipotecarias, a diferencia de los bonos y las cédulas, abrían la posibilidad a las titulaciones fuera de balance, pero su éxito inicial fue muy limitado.

En 1992, la ley de titulización hipotecaria, vinculada a una reforma más amplia del mercado iniciada en 1991, supone un primer paso para avanzar en el desarrollo de las denominadas titulizaciones fuera de balance. A través de esta ley se crean los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH) con el objetivo, entre otros, de estimular la especialización y la competencia en el mercado hipotecario y de favorecer la aparición de un título de renta fija privada a largo plazo. Se trata de patrimonios sin personalidad jurídica que adquieren a las entidades, a través de participaciones hipotecarias, los préstamos hipotecarios y que, simultáneamente, emiten bonos de titulización hipotecaria, que obligatoriamente han de ser calificados por una agencia de calificación. Estos bonos suponen la agrupación de préstamos hipotecarios de distintas características (tipo de interés, plazo etc.), que son transferidos fuera del balance de las entidades y transformados en valores negociables, estandarizados y homogéneos.

Que el desarrollo de la titulización se inicie en el mercado hipotecario no es una novedad del caso español. De hecho, el primer proceso de este tipo tuvo lugar en dicho mercado en Estado Unidos en 1970. Es más, existen razones que tienen que ver con las propias características de los préstamos hipotecarios que hacen de ellos productos relativamente homogéneos susceptibles de ser titulizados con mayor sencillez: reducidas probabilidades de impago, valor de la garantía de los préstamos fácilmente conocible o largo período de amortización, entre otros.

No obstante, a pesar de la creación de los fondos de titulización hipotecaria en 1992, esta actividad tuvo un desarrollo bastante limitado en España, hasta que en 1998 concurrieron un conjunto de factores que desencadenaron un dinamismo creciente en el mercado de titulizaciones español.

Por una parte, el Real Decreto 926/1998 reguló los fondos de titulización de activos (FTA), análogos a los de titulización hipotecaria, pero con capacidad para adquirir no ya préstamos hipotecarios aptos para su movilización en el mercado hipotecario, sino cualquier derecho de crédito, presente, y que por lo tanto figure en el balance de una entidad, o futuro. Además, esta nueva regulación permitía una mayor flexibilidad y libertad a los agentes participantes en los procesos de titulización.

Algunos ejemplos de titulizaciones de activos distintos de los préstamos hipotecarios que han cobrado especial importancia en el caso español son las titulizaciones de préstamos a PYMES y, fundamentalmente, las cédulas hipotecarias, que han experimentado una notable expansión en los últimos años.

Pero el dinamismo de la titulización en España a partir de 1998 no solo se debe a los mencionados cambios legislativos. En ese año, como he señalado, se daban una serie de circunstancias que hacían pensar en el futuro crecimiento de este mercado.

En primer lugar, el propio desarrollo de los mercados financieros en España, en un contexto de mayor cultura financiera, permitía la creciente importancia de, entre otros, los fondos de inversión. Dichos fondos cubrían la necesidad de muchos ahorradores de incluir en sus carteras instrumentos más sofisticados que pudieran aportar una mayor rentabilidad que los depósitos bancarios tradicionales. Los gestores de los fondos de inversión, canalizarían parte de patrimonio de los fondos hacia los mercados de renta fija.

En segundo lugar, en el contexto de la Unión Monetaria, el peso de la deuda pública en los mercados financieros de renta fija tendería a reducirse, pudiendo actuar los bonos de titulización, hipotecaria o no, como una alternativa para un conjunto de inversores en busca de sustitutos para la renta fija pública.

Finalmente, y relacionado con lo anterior, se esperaba una reducida rentabilidad nominal de los activos de más bajo riesgo, pudiendo convertirse los bonos de titulización en una alternativa razonable para determinados inversores.

La posterior confirmación de buena parte de estos factores contribuye a explicar el mencionado dinamismo que se ha observado en el ámbito de la titulización de activos. Este dinamismo se plasma en España a lo largo de los últimos cinco años, durante los cuales el crecimiento de las emisiones ha sido siempre superior, en términos anuales, al 45%. Así, en 2004 el volumen emitido superaba en algo más de seis veces el de 2000. Esta fuerte actividad emisora lleva a que el saldo total de los bonos de titulización haya crecido también de forma continua, a tasas superiores al 50%, hasta alcanzar en 2004 los 120 mil millones de euros, casi siete veces más que el registrado en 2000. Los datos disponibles en 2005, que en septiembre mostraban un crecimiento del volumen emitido algo superior al 26% con respecto del mismo período del año anterior, hacen pensar que el dinamismo del sector prosiga un año más. De hecho, este año se ha producido la mayor titulización de cédulas hipotecarias hasta la fecha por su tamaño.

Del total anterior, la titulización de cédulas hipotecarias ha sido muy notable en los últimos años. En 2004 representan un 31% del saldo vivo de los pasivos de los fondos de titulización españoles, creciendo su volumen emitido en dicha fecha un 73% respecto al año precedente, y cuatro veces más que con respecto a lo emitido en 2001. No obstante, la titulización de cédulas hipotecarias presenta características distintas respecto del resto de titulizaciones, en la medida en la que no se titulan activos del sector privado, sino pasivos bancarios. Es más, los préstamos hipotecarios que respaldan dichas cédulas permanecen en los balances bancarios.

Excluyendo la titulización de cédulas hipotecarias el sector se ha mostrado dinámico, pero en menor medida: el saldo vivo de los pasivos de los fondos de titulización españoles se incrementó entre 2004 y 2000 casi en cinco veces, en lugar de en siete; mientras que el volumen emitido en 2004, respecto a 2003, pasa de crecer el 45% a hacerlo el 33%.

El dinamismo del mercado de las titulizaciones queda también reflejado en el porcentaje de activos titulizados, incluyendo cédulas hipotecarias titulizadas, sobre el crédito gestionado, que pasa casi del 5% en 2000 a estar en torno del 14% en 2004. Restringiendo estos cálculos a la cartera hipotecaria, dichos porcentajes serían del 9% en 2000 y del 18% en 2004. Con todo, y a pesar de esta evolución, los datos indican, incluso para el mercado hipotecario, una movilización todavía limitada.

En el contexto europeo, el mercado de titulación de activos también se ha mostrado muy dinámico en los últimos años, registrándose en 2004 un nuevo máximo histórico en términos del volumen emitido. Los datos disponibles hasta el segundo semestre de 2005 indican que en este año ese máximo podría incluso ser superado, ya que el volumen emitido en la primera mitad del ejercicio era un 18,3% superior al del mismo período del año precedente. En este contexto, España ocupaba, según datos del primer semestre de 2005, el tercer puesto en Europa, con un 14% de las emisiones totales, y solo por detrás del Reino Unido e Italia.

El dinamismo de la titulación de activos en España se debe, fundamentalmente, a las entidades financieras, y de forma creciente a las cajas de ahorros. En diciembre de 2004, los saldos vivos muestran que el 54% de los bonos de titulación del mercado proceden de activos titulizados por las cajas de ahorros. Asimismo, en los últimos años se ha producido también un proceso de desconcentración de las emisiones, que implica que cada vez es menor el saldo vivo de bonos de titulación en manos de las entidades de mayor tamaño.

Hasta ahora he explicado la evolución de la titulación aludiendo al desarrollo de la regulación en esta materia y a un conjunto de factores que podrían considerarse de demanda. Sin embargo, no es posible entender este fenómeno en España sin tener en cuenta el notable dinamismo de la financiación al sector privado residente, y en especial, de la financiación hipotecaria ocurrido en los últimos años.

Ya he señalado que en los últimos años el gran protagonista de la titulación han sido las cédulas hipotecarias, que en 2004 representan un 31% del saldo vivo de los pasivos de fondos de titulación españoles, y que actualmente integran el mercado más activo de Europa en este producto. Es más, por tipo de activo titulado destaca la importancia relativa de los préstamos hipotecarios, emitidos tanto a través de FTH como de FTA, con un peso del 41% de los saldos vivos de pasivos de fondos de titulación españoles en 2004. Hoy en día, y tras su protagonismo en años precedentes, el saldo vivo de las emisiones a través de los FTH es ligeramente inferior que a través de FTA, lo que refleja el incremento de la titulación de préstamos hipotecarios de importes superiores al 80% del valor de tasación.

En definitiva, y teniendo en cuenta que de las nuevas emisiones en 2004 un 83% estaban respaldadas, de algún modo, por préstamos hipotecarios, una buena parte del crecimiento en el mercado de las titulaciones está relacionada con el dinamismo de mercado hipotecario en España. De hecho, y a diferencia de lo ocurrido en otros mercados europeos en los últimos años, en España el desarrollo de nuevos modelos de titulación, como por ejemplo las sintéticas, ha sido casi inexistente.

Disponer de una visión completa de las causas de esta fuerte expansión del mercado de titulaciones en España exige detenerse en algunos factores que podríamos llamar de oferta. De hecho, esto me lleva al segundo de los puntos de mi intervención: el análisis de las ventajas que la titulación de activos presenta para las entidades.

Ventajas de la titulación de activos para las entidades

Como ya he señalado, a través de la titulación de activos las entidades venden parte de sus créditos a terceros, lo que les permite reestructurar su balance sin necesidad de aguardar pasivamente al vencimiento del activo. Al tiempo, normalmente conservan la gestión de los activos, perciben comisiones, que se reflejan en su cuenta de resultados, y mantienen la relación comercial con sus clientes. Además de estas consideraciones, existen otras ventajas. Señalaré las tres que considero más relevantes desde el punto de vista de las entidades de crédito, actores preponderantes de esta actividad.

En primer lugar, la titulación de activos puede emplearse como un modo de gestión del riesgo de crédito, a través de su transferencia a un tercero. Al igual que otros instrumentos que posibilitan este tipo de transferencia, como los derivados de crédito, se trata de un mecanismo que permite una gestión activa del riesgo sin que, como he señalado, las relaciones comerciales de la entidad se vean negativamente afectadas. Asimismo, facilita una gestión integral eficiente del riesgo de crédito a nivel del grupo bancario, convirtiéndose en un instrumento útil, por ejemplo, para tratar con el riesgo de concentración.

Respecto a la cesión de los riesgos, no obstante, permítanme recordar que la normativa española siempre ha sido exigente. En particular, se requiere la total transmisión de los riesgos para no realizar las correspondientes dotaciones a insolvencias. Así, por ejemplo, en los casos en los que la entidad acompaña la venta de los activos de un préstamo subordinado al fondo, con la finalidad de absorber un determinado nivel de pérdidas por riesgo de crédito, se mantiene la obligación de provisionar dicho riesgo. De este modo se evita que la titulación pueda emplearse como un modo de arbitrar provisiones.

La exigencia en lo referente a la transmisión de los riesgos seguirá siendo la tónica tras la reciente entrada en vigor de la nueva circular contable, la circular 4/2004, que, como saben, adapta las Normas Internacionales de Información Financiera a las peculiaridades del sistema bancario

español. Bajo el nuevo marco contable se establece que la baja del balance solo se produzca cuando el cedente haya transferido sustancialmente los riesgos y beneficios asociados al activo en cuestión. Ello implica que será preciso analizar cada contrato de cesión de forma individualizada.

Los datos disponibles para 2005 muestran que la nueva circular, como cabía esperar, no ha tenido un impacto directo en la emisión de activos titulizados, que sigue, como he señalado, incrementándose. No obstante, la información disponible hasta la fecha muestra que un importe significativo (unos 25.000 millones de euros sobre un total de 73.000) de las titulizaciones realizadas (recuérdese que la norma no tiene efectos retroactivos completos) ha tenido que volver al balance.

La segunda ventaja de la titulación de activos es que permite a las entidades transformar activos poco líquidos, como los préstamos hipotecarios, en otros más líquidos, como los bonos de titulación hipotecaria. Algunas entidades han encontrado beneficioso el proceso de titulación simplemente como un mecanismo que posibilita la creación de un colchón de activos fácilmente convertible en liquidez, por ejemplo, ofreciéndolos como colateral en el BCE.

En un contexto como el español, caracterizado por la fuerte expansión del crédito al sector privado, unido al menor ritmo de avance de los depósitos provenientes de este sector, el motivo liquidez que aporta la titulación es un factor explicativo importante. De hecho, dentro de la cartera hipotecaria, los activos titulizados sobre los activos totales gestionados, que indican el riesgo cedido al mercado, era en diciembre de 2004 un 8,3%. Si se incluyen en el numerador las cédulas hipotecarias emitidas, obteniendo así un indicador de la liquidez conseguida por las entidades, el porcentaje se situaba en el 18%.

En este sentido, el fuerte dinamismo mostrado por las cédulas hipotecarias, como he dicho habilitadas para la titulación desde 1998, tiene que ver con la captación de financiación por parte de las entidades, fundamentalmente por parte de aquellas que encontraban complejo colocar en el mercado las cédulas emitidas. No obstante, dado que los préstamos que respaldan las cédulas quedan en el balance, este tipo de titulación no puede entenderse como un mecanismo de gestión y transferencia de riesgos.

Finalmente, un tercer elemento que ha podría hacer atractiva para las entidades la titulación de activos es la posibilidad de gestionar los recursos propios regulatorios. Es decir, al dar de baja del balance los activos, es posible desarrollar el mismo volumen de actividad, pero apelando a una menor cantidad de recursos propios. No obstante, esta práctica puede traer consigo comportamientos difícilmente compatibles con una prudente gestión de los riesgos y con la solvencia. En particular, escoger interesadamente los créditos a titular puede provocar una disminución media de la calidad crediticia de la cartera de los bancos. No obstante, no parece que éste haya sido el caso de España, donde, pese a que esas ventajas han existido y todavía existen

en ese marco regulatorio, las entidades de depósito, bancos, cajas y cooperativas han acudido a este mercado, fundamentalmente, por las razones anteriores.

Algunos riesgos potenciales

Transferencia de riesgos

De entre las ventajas que he mencionado anteriormente acerca de la titulización de activos, señale las posibilidades que permite como mecanismo de gestión del riesgo. Sin duda, desde el punto de vista de la estabilidad del conjunto del sistema financiero, en la medida en la que las entidades disponen de más y mejores formas de gestionar los riesgos a los que se enfrentan, se trata de un elemento positivo. De hecho, a través de la titulización, el riesgo de crédito es más manejable, ya que se transforma, podríamos decir, en un bien comerciable.

Por otra parte, el riesgo ya no se acumula en el balance de un conjunto de entidades, sino que se dispersa entre un mayor número de inversores. El proceso de dispersión del riesgo entre un abanico más amplio de agentes resulta beneficioso desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Es más, en la medida en la que este proceso de dispersión de los riesgos no se realiza sólo entre bancos, sino también entre distintos sectores dentro del ámbito financiero, permite gestionar las excesivas concentraciones (geográficas, de producto, de plazos, de monedas, etc.) que pudiera mantener el sector bancario.

En cualquier caso, el resultado final para la estabilidad financiera de los procesos de transferencia de riesgos, entre ellos la titulización de activos, depende también de la gestión que se plantee sobre un conjunto de retos no despreciables. Permítanme que simplemente señale alguno de ellos.

La distribución de los riesgos entre un mayor número de agentes, que, como he señalado, puede ser positivo para la estabilidad financiera, podría verse neutralizado por el hecho de que, en algunos mercados, la concentración de la negociación fuera excesiva. En este sentido, la estructura organizativa de los mercados debe ser un ámbito a considerar y vigilar de forma continuada.

Asimismo, también señalé que la transmisión de los riesgos fuera del sector bancario podría ser una ventaja. No obstante, esto no siempre es así, en particular cuando dichos riesgos los asumen entidades no reguladas. Esto no solo implica que la amplitud de las crisis pueda ser mayor, en la medida en la que los desequilibrios puedan constituirse más fácil y en mayor medida, sino que su resolución podría verse también dificultada.

En línea con lo anterior, recientemente se ha mostrado un creciente grado de preocupación por los *hegde funds*, que pueden actuar como inversores interesados en los procesos de transferencia

de activos que comporten un mayor nivel de riesgo. Si bien estos fondos aportan liquidez y ofrecen distintos puntos de vista respecto de los predominantes en los mercados, favoreciendo la eficiencia, su elevado apalancamiento y su capacidad para modificar sus posiciones de forma muy rápida constituyen preocupaciones desde el punto de vista de la estabilidad financiera.

No debe olvidarse que, en la medida en la que los participantes en los mercados que adquieren bonos de titulización, u otros instrumentos de transferencia de riesgos, confían en la opinión emitida por las agencias de calificación, estas agencias juegan un papel central para el correcto funcionamiento de los este tipo de instrumentos.

Los procesos de titulización de activos como mecanismos de transmisión de riesgos pueden suponer riesgos sistémicos, en la medida en que el impago sufrido por una entidad es susceptible de provocar una reacción en cadena que afecte a otras entidades. Asimismo, el papel tradicional de los bancos como instituciones que vigilan el comportamiento de los acreditados puede verse diluido.

Finalmente, y no menos importante, hoy en día no existe un nivel de transparencia adecuado en los mercados de transferencia de riesgos, lo que puede limitar su capacidad como instrumentos capaces de potenciar la eficiencia y la estabilidad de los mercados financieros. En consecuencia, parece necesario avanzar en el logro de una mayor transparencia informativa, al menos en dos direcciones: en la información aportada por las propias entidades a nivel individual, y en la creación de estadísticas y bases de datos a nivel agregado que posibiliten el análisis.

En este sentido, cabe mencionar la iniciativa del Comité Europeo de Supervisores Bancarios (CEBS) para crear un marco común de información supervisora derivada de las nuevas Directivas de Solvencia que incorporan Basilea II, el conocido como COREP ("Common Reporting") por el grupo de trabajo que lo está llevando adelante. La propuesta, casi definitiva, contempla una tabla de información individualizada sobre las titulaciones efectuadas por las entidades de crédito y sus características fundamentales que, para aquellos supervisores que hagan uso de ella (les recuerdo que la aplicación será voluntaria para los supervisores) será una fuente importante de conocimiento que complemente la información proporcionada por los dos cuadros, también del COREP, con información sobre los requerimientos de capital derivados de las exposiciones de cualquier tipo relativas a titulaciones.

Complejidad de las titulaciones

Permítanme que plantee ahora un segundo conjunto de elementos que pueden implicar retos a considerar en el medio plazo. Estos elementos tienen que ver con la complejidad de las estructuras con las que se desarrollan las titulaciones de activos.

Por una parte, la titulización de activos se realiza, en numerosas ocasiones, a través de vehículos. Hasta la fecha, esto no ha supuesto un problema en España, pero sí en otros países.

La operativa a través de estas estructuras complejas, que en ocasiones dificultan o impiden la transparencia, supone retos adicionales para las entidades que las emplean en el desarrollo de su actividad. Si bien se trata de decisiones de negocio legítimas en la gran mayoría de los casos, no es menos cierto que incorporan riesgos legales y reputacionales que habrán de ser considerados. Por ello, se espera que las entidades actúen con un grado de responsabilidad, si cabe, mayor, identificando los riesgos asociados al empleo de esas estructuras, estableciendo procedimientos adecuados para su gestión y evaluando en todo momento que son usadas para los fines inicialmente previstos.

Este enfoque está siendo compartido por varios reguladores a nivel internacional, entre ellos el Banco de España. Más recientemente, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea ha publicado para su consulta pública, que finalizó el pasado 31 de octubre, un documento sobre principios de gobierno corporativo, en el que se analizan en profundidad estas cuestiones, desde la óptica de las necesidades del buen gobierno.

La complejidad de los procesos de titulización de activos, no obstante, va más allá de que la actividad se desarrolle a través de dichos vehículos y, sin duda, implica riesgos de gestión que habrán de ser considerados adecuadamente. Una buena muestra de esta complejidad se encuentra en lo dilatado y difícil del proceso que ha tenido lugar hasta dar cabida de forma satisfactoria a la titulización de activos dentro de Basilea II. Permítanme que dedique los últimos minutos de mi intervención a esta cuestión.

La nueva regulación de la titulización en Basilea II

Como es conocido, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea promueve la armonización internacional de la normativa prudencial, con el ánimo de reforzar la solvencia del sistema financiero así como equilibrar el terreno de juego competitivo de las entidades de crédito internacionalmente activas. Fruto de este objetivo nació el Acuerdo de Capitales de 1988 (Basilea I), en el que se estableció un cálculo simple del capital prudencial necesario. Esta simplicidad facilitó su aceptación general más allá del grupo de países miembros del Comité y del conjunto de bancos a los que iba originalmente dirigido el Acuerdo, lo que resultó en una mejora global de la solvencia del sistema financiero a la vez que se igualaban las condiciones de competencia entre entidades de distintos países en un mundo que ya tendía hacia la globalización financiera, precursora, en gran medida, de las restantes formas de globalización.

No obstante, Basilea I quedó obsoleto por su propia simplicidad que lo alejó progresivamente de los objetivos que perseguía. Esto es, la gran transformación habida en los mercados financieros internacionales, en sus distintos agentes, en las operaciones realizadas y en la gestión de los

riesgos no tenían encaje adecuado en Basilea I, sobre todo para los bancos internacionalmente activos a los que iba dirigido el Acuerdo, al margen de la generalización posterior. Además, uno de los aspectos cuya gestión se ha hecho más activa en los últimos años ha sido, precisamente, la gestión de los recursos propios. Es claro que un coeficiente de solvencia simple daba oportunidades a los gestores más agresivos de mejorar la solvencia aparente de las entidades, oportunidades que se han aprovechado en ciertos casos.

Basilea II da un paso adelante, aunque manteniendo los mismos objetivos que su predecesor. Persigue un sistema financiero estable a través de una más adecuada capitalización de las entidades, es decir, la normativa prudencial se sensibiliza más al nivel de riesgos asumidos así como a los sistemas de gestión interna del riesgo de cada entidad. De esta manera, se acerca el capital regulatorio al económico mientras que se busca, en la medida de lo posible, mantener el nivel de capitalización alcanzado por el sistema financiero.

En relación al tema que específicamente nos ocupa, la titulización, es notoria la ausencia de un tratamiento específico en Basilea I. A su vez, Basilea II establece unas reglas generales que tampoco son adecuadas para las titulizaciones, ya que el tratamiento general va orientado a carteras de préstamos individuales que, si bien es cierto que pueden tener una consideración conjunta, no es menos cierto que no son adecuados para afrontar el tratamiento de los riesgos estratificados de una cartera. Estratificación que puede llevar asociada la titulización y que origina distintos grados de participación en las pérdidas.

Por ello, Basilea II ha creado un marco específico para cualquier posición mantenida en una titulización, marco al que me referiré someramente. Pero antes, vuelve a ser necesario delimitar el concepto de titulización sujeta a tratamiento específico en Basilea II. En este contexto, la titulización se define como el flujo de pagos de una cartera de activos subyacente que se distribuye como mínimo en dos posiciones distintas de riesgo estratificadas, en las que encontramos distintas capacidades de cobro por parte de sus tenedores. En este sentido, los pagos a los inversores dependen del comportamiento de los activos subyacentes, es decir no se derivan de una obligación del originador, mientras que los tramos subordinados pueden absorber pérdidas sin que se interrumpa el flujo contractual de pagos a los tramos mejor posicionados, o más *senior*, como comúnmente se les denomina en el mercado.

También entran dentro del concepto de titulización en el marco de Basilea II la movilización significativa y estratificada del riesgo de crédito de una cartera a través de derivados financieros, es decir, la titulización sintética. En este último caso, el riesgo de crédito de una cartera subyacente de activos se transfiere, total o parcialmente, mediante el uso de derivados crediticios o garantías que sirven para cubrir el riesgo de crédito de la cartera, de esta manera y al igual que sucede en la titulización tradicional, el riesgo del inversor depende del comportamiento de la cartera subyacente.

El término transferencia significativa de riesgo, es muy relevante, tanto en las titulaciones tradicionales como en las sintéticas. A pesar de su importancia, no se encuentra perfectamente definido pero, no obstante, encontramos cierto apoyo en el Pilar II del Acuerdo. Su relevancia reside en que para la aplicación de los métodos específicos de la titulación se requiere que se haya producido la mencionada transferencia significativa de riesgo, además de que se tengan que cumplir otros requisitos según sea la titulación tradicional o sintética (por ejemplo, no mantener el control efectivo sobre los activos transferidos o que los inversores sólo tengan derechos sobre los activos subyacentes y no sobre los activos del banco transmisor del riesgo).

¿Y cuales son los métodos específicos previstos por Basilea II para las titulaciones? Al igual que ocurre en el caso de los métodos aplicables a las restantes exposiciones, Basilea II distingue un método Estándar y unos métodos IRB (*Internal Rating Based*) para el tratamiento de las titulaciones a efectos de cálculo de los requerimientos de capital. En cuanto a la posibilidad de aplicación o no de estos métodos, decirles que el método Estándar es obligatorio para aquellos bancos que aplican este enfoque para el tipo de activos que forman la cartera titulada. Por otro lado, el método IRB es obligatorio para los bancos que han recibido la autorización necesaria para aplicar el mismo para el tipo de activos que forman dicha cartera titulada.

En realidad la distinción aquí entre método estándar e IRB es menos relevante, ya que en podemos considerar que hay un abanico de métodos cuya sofisticación y sensibilidad al riesgo es creciente partiendo de un método estándar ligado a las calificaciones crediticias externas. Los métodos englobados bajo la denominación IRB son tres: el método basado también en calificaciones externas, si bien con una mayor flexibilidad que el método estándar, el método de la fórmula supervisora y el método de valoración interna.

El método de valoración interna constituye un sistema muy específico solo aplicable para exposiciones en programas de papel comercial. El método IRB basado en calificaciones externas confiere algo más de sensibilización al riesgo que el Estándar, mientras que el método de la fórmula supervisora tan solo se utiliza cuando no existe calificación externa o no se puede inferir la misma de los tramos establecidos. Mediante este último método el requerimiento de capital depende del habido antes de la titulación así como de unos elementos adicionales. La mencionada calificación externa se obtendrá, en su caso, de entre las entidades de calificación (ECAIS) consideradas como "elegibles" a efectos generales, pero que deberán cumplir con algunas condiciones adicionales para el caso de la titulación.

Conviene recordar que el método IRB establece un techo en cuanto a los requerimientos de capital se refiere, ya que no podrán superar al requerimiento que se exigiría a las exposiciones de la cartera si ésta no se hubiera titulado. Y también merece la pena destacar que, con carácter

general, en el caso de que ninguno de los anteriores métodos IRB fuese aplicable la posición se deducirá del capital regulatorio de la misma manera que se hace para el Modelo Estándar en ausencia de calificaciones externas. Esta deducción se realiza, a partes iguales, del capital de primera y del de segunda categoría.

En relación con la revisión de la normativa de solvencia española actual, claramente insuficiente para el tratamiento adecuado de las titulaciones, parece lo más conveniente esperar a la implantación de las nuevas Directivas de solvencia que recogen los cambios introducidos por Basilea II. Y ello es así porque el horizonte de implantación de las nuevas Directivas está muy próximo. Y también porque poco podríamos hacer en el interim hasta aquella implantación. Esto es, la sensibilización de los requerimientos de capital de las posiciones en titulaciones sería solo parcial, dadas ciertas limitaciones en la regulación actual que está por encima de las Circulares y, por tanto, de las potestades del Banco de España.

Fue bajo estas consideraciones como se elaboró la Circular del Banco de España 3/2005, de 30 de junio, a las entidades de crédito, que también modifica la 5/1993, y que tenía como objetivo principal atender y clarificar los efectos que, sobre los recursos propios computables y sobre los activos de riesgo sometidos a ponderación había producido la importante reforma de las normas contables de dichas entidades acometida por la Circular del Banco de España 4/2004, de 22 de diciembre. La revisión acometida ha pretendido, básicamente, que la aplicación de la nueva normativa contable, mantuviese la actual definición de recursos propios computables y la base contable de cálculo de los riesgos, evitando una alteración significativa de los requerimientos de recursos propios mínimos a los que están sometidas las entidades de crédito y asegurando, así, la adecuada coordinación entre los nuevos conceptos contables y las definiciones y mandatos de las normas que regulan los requisitos de solvencia.

Los cambios contables operados en el terreno de las titulaciones, con requisitos más rigurosos para su baja del balance, no han tenido reflejo en la Circular 3/2005 porque, a la luz de las consideraciones que he hecho anteriormente, los costes de implantación podían no justificar el alcance de las mejoras que era posible introducir en este momento.

Conclusiones

Permítanme concluir simplemente aportando una reflexión final acerca del proceso de titulación. A lo largo de mi intervención he señalado que la titulación de activos, al igual que otros mecanismos de transferencia de riesgos, presenta diferentes aspectos que pueden favorecer la estabilidad financiera. No obstante, señalé también algunos factores que pueden contribuir a que sus efectos positivos no solo queden diluidos, sino incluso contrarrestados: desde la complejidad propia de estos instrumentos, hasta la transferencia de riesgos a instituciones financieras no reguladas, pasando por la falta de transparencia de este tipo de operativa.

Mi impresión personal, no obstante, es que el saldo neto de esos efectos positivos y negativos ha de ser favorable desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Y ello no porque los riesgos sean menores, sino porque todos hemos de asumir nuestro grado de responsabilidad y encontrar fórmulas que permitan disfrutar de los beneficios derivados de una mejor gestión de los riesgos y de la liquidez, minimizando los riesgos potenciales. De hecho, esto no es exclusivo de las titulaciones de activos ni de otros mecanismos de transferencia de riesgos, sino que hemos venido actuando de este modo en otros muchos ámbitos del sector financiero.

Muchas gracias por su atención