

---

# La titulización de activos en España: evolución reciente y aspectos para su desarrollo futuro

*Este artículo ha sido elaborado por Víctor García-Vaquero y Luis Ángel Maza, del Servicio de Estudios.*

## 1. INTRODUCCIÓN

La *titulización* es un proceso financiero que consiste en transformar cualquier activo susceptible de generar una corriente de ingresos en títulos o valores negociables. De este modo, se convierte un activo habitualmente ilíquido en otro que puede ser transmitido, cedido o vendido entre inversores financieros. Además, la titulización también conlleva, a menudo, cambios en la gestión de los riesgos crediticios.

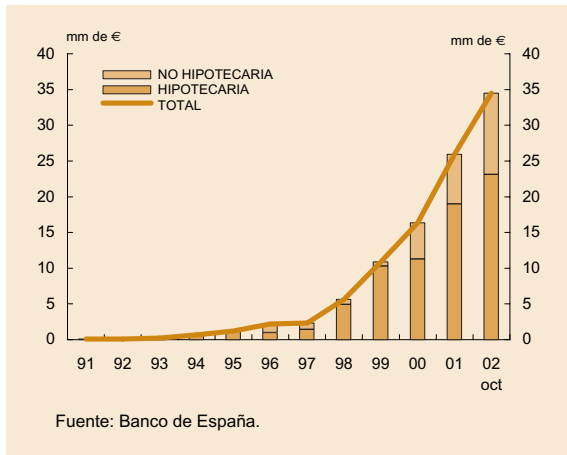
A lo largo de los diez últimos años la flexibilización de la regulación financiera, la mayor institucionalización del ahorro y el avance de la calificación crediticia han impulsado la titulización en España, si bien es a partir de 1998, tras un importante cambio en la regulación de esta actividad, cuando comienza su verdadera expansión. Desde esta fecha hasta octubre de 2002 los saldos de estos valores en circulación se han multiplicado por 14, superando los 34.000 millones de euros (ver gráfico 1), es decir, un 25% del saldo vivo de los mercados de renta fija privada nacionales. A pesar de este desarrollo, existen aún posibilidades de expansión adicionales.

Así, en un contexto de auge de la inversión colectiva, la consolidación de un marco de tipos de interés (nominales y reales) reducidos supone un estímulo adicional para la demanda de estos activos que, por sus características, se sitúan en una posición intermedia entre la deuda pública y los valores bursátiles en términos de rentabilidad y riesgo. Por el lado de la oferta, el potencial de desarrollo es elevado, como corresponde a una economía en la que son los bancos y no los mercados financieros los que canalizan el grueso de la financiación entre los ahorradores y los prestatarios últimos. Pero, además, cabe destacar las posibilidades que ofrece la titulización directa por parte de algunas empresas no financieras, o la de los derechos asociados a la realización de grandes infraestructuras, modalidades que se encuentran ampliamente desarrolladas en países de nuestro entorno y, especialmente, en los anglosajones.

El proceso de la titulización, pues, representa un impulso importante para el progreso de los mercados primarios y secundarios de renta fija privada en nuestro país, cuyo grado de desarrollo es aún inferior al alcanzado en otros países del área del euro. El objetivo del presente artículo es analizar la evolución de esta

GRÁFICO 1

### Evolución de los fondos de titulización en España (saldo vivo)



actividad en España y los aspectos que podrían contribuir a su avance adicional en el futuro. Para ello, en el segundo epígrafe se estudian las novedades más recientes en el marco regulatorio de la titulización en España. En el siguiente, se describen los principales elementos que caracterizan su comportamiento reciente y se compara con el resto de los países industrializados. En el cuarto, se consideran los factores que podrían contribuir a la expansión de esta forma de inversión y financiación, para concluir con una breve exposición de las conclusiones del trabajo en el epígrafe quinto.

## 2. CONCEPTOS BÁSICOS Y MARCO REGULATORIO

La titulización de activos es un instrumento de financiación (y, por tanto, también de inversión financiera) que permite la transformación de un activo que genera una corriente de rentas en valores negociables homogéneos, que son susceptibles de contratarse en mercados organizados. En la práctica mercantil, los métodos más tradicionales para hacer líquidos o movilizar derechos de cobro (como, p. ej., las cuentas de clientes) son la gestión de cobro, el descuento comercial y el *factoring*. Sin embargo, la expansión reciente de la inversión colectiva y de la calificación crediticia, unida a la rápida innovación financiera y a la reciente flexibilización del correspondiente marco regulatorio, han propiciado el desarrollo del proceso de titulización de activos, que ofrece con respecto a aquellos algunas ventajas. Así, a diferencia de los métodos más tradicionales, esta permite agrupar un conjunto de derechos de cobro de distinto riesgo, rendimiento o plazo (proceso de «empaquetamiento» de créditos) en activos homogéneos con un mismo perfil de plazo, riesgo y rentabilidad. Además, existe la posibilidad de

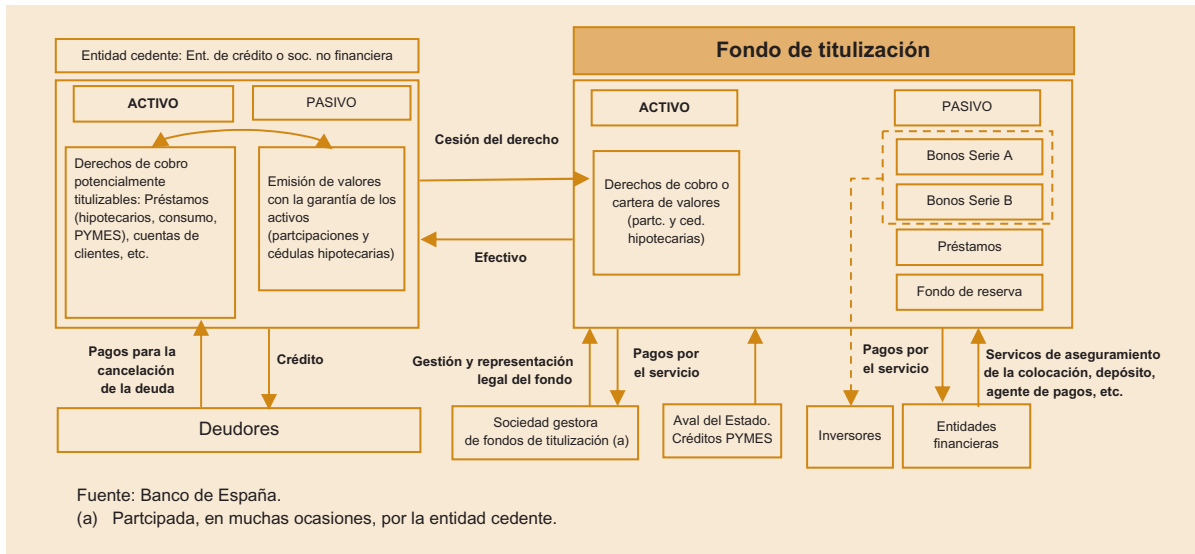
mejorar la calificación de los valores titulizados mediante los apoyos o mejoras crediticias (*credit enhancement*).

Atendiendo al tipo de activo, se puede distinguir entre titulización hipotecaria, esto es, cuando el instrumento a titular es un crédito o un préstamo con garantía hipotecaria; o de activos, cuando se trata de otros flujos de ingresos futuros (derechos de cobro de un peaje, de saneamiento de aguas, de consumo eléctrico, de amortizaciones de financiaciones de automóviles, entre otros). Del mismo modo, dependiendo del grado de cesión, se puede calificar la titulización como «dentro de balance», cuando la entidad cedente u originadora no transfiere el riesgo de crédito del instrumento que se titula; o «fuera de balance», que se caracteriza porque el proceso lo realiza una institución independiente (fondo de titulización, en España) que adquiere los activos subyacentes a la entidad cedente y, simultáneamente, emite unos valores negociables también llamados bonos de titulización. En principio, estos bonos son valores de renta fija homogéneos, estandarizados y susceptibles de negociación en los mercados de valores organizados (ver esquema). Lo más relevante de esta modalidad es que la entidad cedente traslada completamente el riesgo de impago del activo al tenedor del bono, ya que dicho activo se da de baja en su balance. Además, obtiene nuevos fondos y, en el caso de entidades de crédito, se reducen las exigencias de recursos propios.

En los países anglosajones, el proceso de la titulización de activos es un fenómeno con una larga tradición. Así, la primera experiencia al respecto tuvo lugar en Estados Unidos en 1970 a través de la agencia estatal conocida como Ginnie Mae, que titulizó hipotecas mediante la emisión de obligaciones. A esta operación siguieron multitud de emisiones de otras agencias públicas denominadas coloquialmente como Fannie Mae y Freddie Mac (1), que tienen como objetivo adquirir hipotecas financiando esa adquisición principalmente a través de la emisión de valores negociables. Este tipo de emisiones, que tienen una calificación crediticia similar a la del propio Estado norteamericano, tuvo una gran aceptación entre los inversores institucionales, primero, e individuales, después, ya que ofrecían un rendimiento superior al de la deuda pública. El desarrollo de esta actividad continuó centrado en las hipotecas residenciales hasta que en 1985 se llevó a cabo la primera titulización de las cuotas de *leasing*

(1) Government National Mortgage Association (GNMA o Ginnie Mae); Federal National Mortgage Association (FNMA o Fannie Mae) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC o Freddie Mac).

Esquema de la titulización en España



de ordenadores. A esta modalidad le siguieron la titulización de derechos de cobro de compra de automóviles, cuotas de tarjetas de crédito, derechos de autor de artistas y financiación de infraestructuras.

Por el contrario, en Europa se desarrolló primero la titulización dentro de balance, probablemente como consecuencia del predominio de sistemas financieros más bancarizados. La modalidad fuera de balance se utilizó en Europa por primera vez en el Reino Unido (en febrero de 1987), mediante la emisión de valores por parte de la National Home Loans respaldados por préstamos hipotecarios. Posteriormente, se incorporaron un buen número de entidades no bancarias, y a partir de la regulación de 1989, se han unido las *building societies*. Francia fue el país de la Europa continental que antes reguló la titulización hipotecaria (en agosto de 1989).

En España, la titulización surgió por primera vez en 1981 con la posibilidad de movilizar créditos hipotecarios mediante la emisión de bonos, cédulas hipotecarias y participaciones hipotecarias. Las dos primeras opciones pertenecen a la modalidad dentro de balance. En el caso de los bonos hipotecarios, se identifican los préstamos (hipotecarios) que garantizan expresamente su pago, mientras que en el caso de las cédulas hipotecarias, se identifica de forma global una cartera de créditos.

Sin embargo, la participación hipotecaria fue el instrumento que dio origen a la titulización fuera de balance. Así, la Ley de 1981 establecía que este valor permitía participar a terceros

de todo o de una parte de un conjunto de créditos hipotecarios. Sin embargo, el reglamento del mercado hipotecario de 1982 no equiparó la participación hipotecaria a una verdadera cesión de crédito, ya que la entidad cedente mantenía su titularidad y, por tanto, los riesgos asociados. Fue la reforma de este reglamento en 1991 la que estableció que las participaciones que se realizaran por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento del préstamo participado, sin un pacto de recompra y sin que la entidad cedente u originadora garantizara su pago, podían darse de baja del balance. Esto supuso el origen de la titulización (hipotecaria) fuera de balance en nuestro país.

La regulación formal de la titulización fuera de balance (aunque, en un principio, solo hipotecaria) no se inició, no obstante, hasta 1992 mediante la Ley de fondos de titulización hipotecaria (en adelante, FTH). Estos fondos son agrupaciones de participaciones hipotecarias que constituyen patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, cuya finalidad es transformar las participaciones adquiridas a las entidades de crédito en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, denominados bonos de titulización hipotecaria (o, en terminología anglosajona, *Mortgage-Backed Securities*). Por su parte, sus sociedades gestoras son las encargadas de gestionar el proceso de transformación financiera que representa la titulización hipotecaria.

Posteriormente, dos reformas legislativas en 1993 y en 1994 facultaron al Gobierno para

que extendiera el régimen previsto en la Ley de 1992, con las adaptaciones oportunas, a la titulación de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de *leasing*, y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas. Con estas reformas, se abrió la puerta a la regulación de los primeros fondos de titulación de activos no hipotecarios, en concreto, de los derechos de cobro de la factura eléctrica surgida como consecuencia de la moratoria nuclear.

Más adelante, el legislador decidió ampliar la titulación a todo tipo de activos, regulando unos nuevos fondos que deberían denominarse fondos de titulación de activos (FTA), siéndoles de aplicación el régimen previsto en la Ley de regulación del mercado hipotecario para las participaciones hipotecarias. Cumplimentando esta habilitación, el Gobierno promulgó el *RD 926/1998, de 14 mayo*, por el que se regulan los FTA y sus sociedades gestoras, lo que permitió la utilización de este instrumento de financiación para todo tipo de activos y no solo para los créditos hipotecarios, como sucedía hasta entonces.

Este Real Decreto contempló los FTA (ver esquema) como patrimonios separados y carentes de personalidad jurídica pero, a diferencia de lo establecido en la Ley 19/1992 para los FTH, abrió la posibilidad de que fueran fondos abiertos. Así, se contemplaron fondos cerrados —similares a los FTH— en los que, a partir del momento de su constitución, no se puede modificar ni su activo ni su pasivo; y fondos abiertos, en los que sí se puede modificar alguno de los aspectos siguientes: el pasivo, cuando esté prevista la emisión sucesiva de valores; el activo, cuando tenga carácter de renovable; o ambos, por estar prevista la incorporación de nuevos activos y, en consecuencia, la emisión de nuevos valores o la concertación de nuevos créditos.

El activo del FTA debe estar integrado por los activos financieros y otros derechos que se agrupan, admitiendo tanto la cesión de créditos presentes como la de derechos futuros (2). Asimismo, se incluyen activos bancarios o empresariales (como cuentas a cobrar, clientes, ingresos por alquileres, etc.). El pasivo está formado por valores de renta fija denominados bonos de titulación de activos (que, al menos, supondrán el 50% del mismo) y por otros dos instrumentos: préstamos concedidos por entidades de crédito y aportaciones de inversores institu-

(2) Se incluyen en este apartado: el derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas de acuerdo con el régimen jurídico que le sea aplicable a su concesión, y los restantes derechos de naturaleza análoga que determine el Ministerio de Economía y Hacienda.

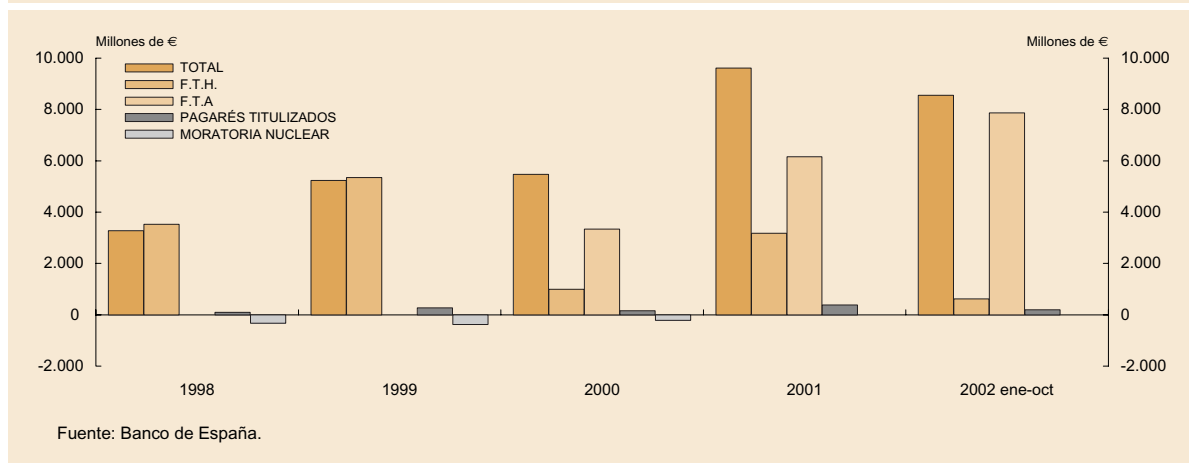
cionales. Con estas dos fuentes de financiación adicional se pretende reforzar la solvencia y el equilibrio patrimonial del FTA. En general, los valores emitidos deberán ser objeto de negociación en un mercado secundario organizado. Para ello, serán evaluados por una entidad calificadora reconocida al efecto por la CNMV. No obstante, se establece la posibilidad de eximir de determinados requisitos administrativos a la constitución de los FTA (entre otros, la calificación crediticia de los pasivos de los FTA) si la oferta pública y las sucesivas transmisiones de pasivos se realizan únicamente entre inversores institucionales o profesionales, como las entidades de crédito, instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones o sociedades y agencias de valores.

Posteriormente, el legislador decidió ampliar y favorecer la titulación de la financiación empresarial, concretamente de PYMES. Para ello, la *Ley 49/1998, de 30 de diciembre*, de Presupuestos Generales del Estado para 1999, facultó al Ministerio de Economía y Hacienda para el otorgamiento de avales que garantizaran valores de renta fija emitidos por FTA, constituidos al amparo de los convenios que suscribiría aquel con sus sociedades gestoras. Para dar cumplimiento a la citada disposición, la OM de 28 de mayo de 1999 estableció el régimen y contenido de los citados convenios con el objeto de promover la creación de FTA que, bajo la denominación comercial «FTPyME», podrían beneficiarse del aval del Estado para garantizar los valores de renta fija que emitan. Más adelante, la experiencia acumulada en esta área recomendó introducir ciertas modificaciones en la OM anterior, que se llevaron a efecto recientemente mediante la *OM de 28 de diciembre de 2001*.

Finalmente, hay que mencionar dos novedades importantes introducidas en la denominada Ley Financiera de 2002 que, previsiblemente, contribuirán a desarrollar el proceso de titulación en España. Por un lado, se amplía la titulación hipotecaria (si bien se exige que sea a través de FTA) mediante la creación de los «certificados de participación hipotecaria». Estos nuevos certificados permiten agrupar préstamos y créditos hipotecarios sin las restricciones que imponía la Ley hipotecaria de 1981 (entre otros: primera hipoteca, pleno dominio y máximo del 80% del valor de tasación). Con ello, se pretende que mejoren las condiciones de refinanciación de determinados créditos y préstamos hipotecarios que por sus características no podían titulizarse. Este es el caso, por ejemplo, de los concedidos a muchas PYME, que a menudo recurren a la garantía hipotecaria para obtener financiación bancaria.

GRÁFICO 2

## Emisiones netas de los fondos de titulización en España (1998-2002)



Por otro lado, se amplía la titulización dentro de balance mediante la creación de las «cédulas territoriales». Con este nuevo instrumento financiero, muy semejante a las cédulas hipotecarias, se abre para las entidades de crédito una nueva vía de refinanciación de sus créditos con las Administraciones Públicas, similar a la que ya existía en otros países comunitarios. Desde noviembre de 2002, las entidades de crédito pueden realizar emisiones de valores de renta fija con la denominación exclusiva de cédulas territoriales cuyo capital e intereses están especialmente garantizados por los préstamos y créditos concedidos por el emisor al Estado, las Comunidades Autónomas, Entes Locales y a los organismos autónomos y a las entidades públicas empresariales. Asimismo, la Ley Financiera concede a estas cédulas el mismo tratamiento que a las hipotecarias a efectos de provisiones y de consumo de recursos propios.

### 3. EVOLUCIÓN RECIENTE DE LA TITULIZACIÓN EN ESPAÑA

Como ya se ha comentado en el epígrafe anterior, aunque el arranque de la titulización fuera de balance se puede fechar en nuestro país en el año 1992, su verdadero desarrollo no comienza hasta 1998, cuando se regula la ampliación del régimen que se había previsto para la titulización hipotecaria a otros préstamos y derechos de crédito. Asimismo, a partir de 1998 se produce un sensible descenso de las emisiones de deuda pública y se inicia un proceso de desintermediación financiera derivado del avance de la inversión colectiva en España, elementos que también favorecieron la expansión de esta actividad. Por todo ello, este epígrafe se cen-

tra en la evolución de este mercado a partir de 1998 (3).

A finales de 1997, el saldo vivo de los pasivos de los fondos de titulización en España ascendía a 2.348 millones de euros (véase gráfico 1), de los cuales 1.424 millones correspondían a emisiones de FTH y el resto, 924 millones, estaban afectos a los fondos de titulización de la moratoria nuclear. Tras la publicación de la regulación de los FTA en mayo de 1998 y la equiparación fiscal de los títulos privados y públicos se produjo un crecimiento vertiginoso de estos valores. En el período 1998-2002 el saldo en circulación se ha multiplicado por 14, de modo que en octubre de 2002 superaba los 34.000 millones de euros.

Las emisiones netas han seguido, como muestra el gráfico 2, una pauta creciente en la que los FTA han ido ganando peso de manera progresiva. En el año 1998, el volumen emitido fue de 3.280 millones de euros, concentrándose casi en su totalidad en las emisiones de FTH. El año 2000 representó el comienzo del despegue de la titulización de activos no hipotecarios: el volumen de emisiones de los fondos de titulización alcanzó los 5.474 millones y las emisiones netas se concentraron en los FTA, que alcanzaron los 3.342 millones, mientras que las de los FTH se situaron en 990 millones.

A partir de 2001 la titulización se consolida y pasa a constituir el segmento más dinámico del mercado de renta fija privada en nuestro país. Según cifras de la CNMV, el volumen de emisiones brutas registradas por los fondos de titulización representaba en 2002 más del 60%

(3) Para un análisis del desarrollo anterior a esa fecha, véase Ayuso (1998).



CUADRO 1

## Emisiones y negociación de los valores de titulización en España

Millones de euros y %

	1997 (a)	1998	1999	2000	2001	ENE-JUN 2001	ENE-JUN 2002
EMISIONES DE RENTA FIJA PRIVADA REGISTRADAS POR LA CNMV:							
Emisión a largo plazo (I)	8.785	15.256	23.773	17.938	29.463	12.759	14.966
<i>Del cual: titulización</i>	705	5.072	6.770	7.308	11.793	4.265	9.103
<i>% sobre I</i>	8,0	33,2	28,5	40,7	40,0	33,4	60,8
Emisión a corto plazo (II)	4.640	5.061	32.555	34.366	45.173	16.793	19.124
<i>Del cual: titulización</i>	0	1.202	301	1.399	1.144	144	440
<i>% sobre II</i>	0,0	23,8	0,9	4,1	2,5	0,9	2,3
<b>Total emisión</b>	<b>13.425</b>	<b>20.317</b>	<b>56.328</b>	<b>52.304</b>	<b>74.636</b>	<b>29.552</b>	<b>34.090</b>
<i>Del cual: titulización</i>	705	6.274	7.071	8.707	12.937	4.409	9.543
<i>% sobre total</i>	5,3	30,9	12,6	16,6	17,3	14,9	28,0
		1997	1998	1999	2000	2001	2002
NEGOCIACIÓN DE RENTA FIJA PRIVADA EN AIAF:							
Contratación a largo plazo (III)		12.471	32.930	59.483	52.462	41.437	60.090
<i>Del cual: titulización</i>		43	10.849	40.959	39.060	24.912	34.748
<i>% sobre III</i>		0,3	32,9	68,9	74,5	60,1	57,8
Contratación a corto plazo (IV)		3.403	8.153	26.282	48.298	102.296	204.887
<i>Del cual: titulización</i>		37	90	3.434	5.586	7.309	7.130
<i>% sobre IV</i>		1,1	1,1	13,1	11,6	7,1	3,5
<b>Total contratación</b>		<b>15.874</b>	<b>41.083</b>	<b>85.765</b>	<b>100.760</b>	<b>143.733</b>	<b>264.977</b>
<i>Del cual: titulización</i>		80	10.939	44.393	44.646	32.221	41.878
<i>% sobre total</i>		0,5	26,6	51,8	44,3	22,4	15,8

Fuentes: CNMV y AIAF.

(a) Los datos de titulización del año 1997 son estimativos.

de las emisiones a largo plazo de renta fija privada realizadas durante este año (apenas representaban un 8% en 1997). Asimismo, su negociación en este segmento suponía casi un 60% del total (ver cuadro 1).

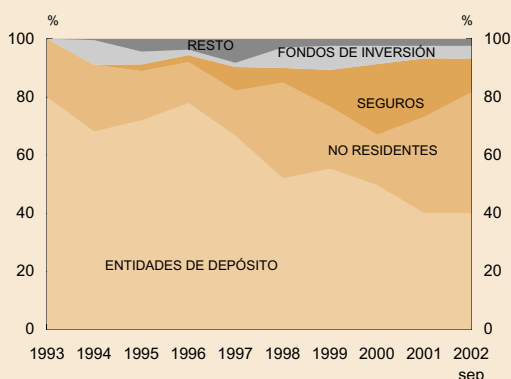
Otro aspecto de la titulización que merece la pena analizar es la distribución de las tenencias de los pasivos emitidos por el sector, es decir, quiénes son los prestamistas finales de los créditos movilizados mediante este procedimiento. En el gráfico 3 se presenta la distribución sectorial de las tenencias de los pasivos emitidos por los fondos de titulización. Las entidades de depósito (bancos, cajas de ahorros y cooperativas de crédito) y los no residentes se configuran como los principales tenedores de estos valores, seguidos por el sector de seguros. La aportación de las instituciones de inversión colectiva y las sociedades no financieras es, sin embargo, casi residual, como lo son las tenencias (directas) de los hogares.

La cartera de valores de titulización en poder de las entidades de depósito alcanzaba,

en septiembre de 2002, un saldo de 13.741 millones de euros (un 40% del total del saldo en circulación). Parece una contradicción que el principal sector cedente de activos para la constitución de los fondos de titulización sea a su vez uno de los principales inversores en dichos instrumentos. Entre las razones que podrían explicar esta paradoja figura, en primer lugar, el hecho de que el proceso se realiza en ocasiones sobre la base de la agregación de créditos de varias entidades bancarias. De este modo, las instituciones involucradas, que a menudo son relativamente pequeñas, consiguen alcanzar una mayor diversificación de sus riesgos crediticios. Además, existen razones relacionadas con la disponibilidad de garantías en las operaciones de política monetaria y de obtención de liquidez intradía, ya que la titulización de activos amplía las formas de obtención de colateral para su pignoración en estas operaciones. Tampoco hay que obviar, finalmente, que esta modalidad financiera permite una gestión más flexible de los riesgos crediticios, en particular, de su composición y su estructura de plazos.

GRÁFICO 3

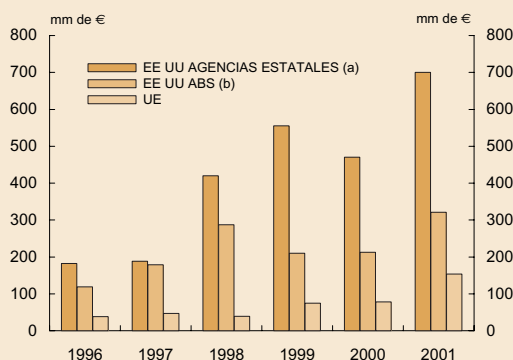
**Distribución sectorial de las tenencias de los pasivos de los fondos de titulización en España**



Fuente: Banco de España.

GRÁFICO 4

**Emisiones de valores de titulización**



Fuente: European securitisation forum, BIS and Federal Reserve.  
 (a) Valores titulizados con la garantía del Estado.  
 (b) Valores titulizados con garantía de activos.

Por lo que respecta a la participación de los no residentes, esta ha ido aumentando significativamente en los últimos años hasta alcanzar, en septiembre de 2002, los 14.203 millones de euros (un 41% del total). Al igual que en el caso de otros valores, este es un síntoma del creciente grado de internacionalización de los mercados financieros españoles.

Pese a su espectacular expansión, el grado de desarrollo alcanzado por la titulización en España está aún lejos del logrado por otros países (véase gráfico 4). Así, mientras que en Estados Unidos las emisiones de estos valores representaron, en 2001, último año para el que se dispone de información completa, un 10% del PIB, el peso de estas emisiones en la Unión Europea (UE) fue mucho más reducido (1,7% del PIB), algo por encima de las realizadas en España (1,5% del PIB). No obstante, hay que destacar que, en el período reciente, la titulización se ha acelerado. Así, la emisión de valores procedentes de la titulización aumentó en la UE desde un nivel inferior a los 40.000 millones de euros en 1996 hasta alcanzar los 160.000 millones de euros durante el año de 2001.

El desarrollo de la titulización muestra, sin embargo, gran heterogeneidad entre los distintos países de la UE. Así, el Reino Unido e Italia han liderado los volúmenes de emisión en el mercado europeo, alcanzando durante el año 2001 más del 50% del importe total emitido (ver gráfico 5). El Reino Unido concentró el mayor volumen de emisión con casi un 50.000 millones de euros (que suponen un 3,1% del PIB), y una tasa de crecimiento interanual del 16% respecto al año anterior. Pero más espectacular ha sido el caso de Italia, que en un período relativamente corto y como consecuencia de la publicación en 1999 de una nueva legislación,

se ha situado entre los países que están liderando el proceso de titulización en Europa. El crecimiento en Italia de esta actividad durante el año 2001 fue de un 25% respecto a 2000, alcanzando un importe de 34.000 millones de euros, lo que supone un 2,8% del PIB. Por detrás de estos dos países se sitúan otros como Holanda, donde en ese año se ofertó el 11% del total emitido en la UE, seguida por España (5%), Francia (4%), Portugal (3%) y Alemania (3%), lo que representa, en términos de PIB, el 4%, 1,5%, 0,4%, 3,8% y 0,2%, respectivamente. Especialmente llamativa resulta la escasa relevancia de la titulización de activos (fuera de balance) en el caso de Alemania, si bien la emisión y negociación de los *pfandbrief* en los mercados de renta fija es muy importante.

**4. ASPECTOS QUE PUEDEN INFLUIR EN EL CRECIMIENTO DE LA TITULIZACIÓN EN ESPAÑA**

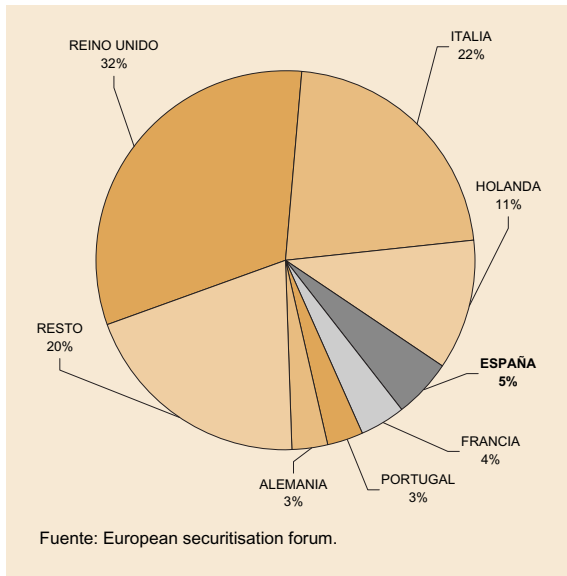
Así pues, a pesar de que el desarrollo de la titulización en el período reciente en España ha sido evidente, todavía no se han alcanzado los niveles de implantación de esta modalidad financiera en algunos de los principales países europeos. Entre los aspectos que pueden condicionar en mayor o menor medida el progreso de esta actividad en nuestro país figuran: la evolución de los costes en la constitución y seguimiento del proceso; la ampliación de la gama de activos titulizados; y los avances en la armonización legislativa y fiscal en el ámbito financiero europeo.

**4.1. Costes del proceso**

La opinión extendida entre los agentes participantes en el mercado de titulaciones es que,

GRÁFICO 5

**La titulización en la UE. Distribución por países en 2001**



si bien España no es de los países europeos más caros en cuanto a los costes generales de constitución y seguimiento de las operaciones de titulización, sí sería posible reducir en alguna medida determinados gastos administrativos y plazos sin que ello afectara negativamente a la seguridad jurídica de los adquirientes finales de estos valores. En particular, se apunta la posibilidad de reducir los gastos de colocación y aseguramiento de la emisión. Hay que destacar que estas partidas, en ocasiones, resultan muy elevadas en la medida en que en el proceso están involucrados numerosos agentes, sobre todo cuando las operaciones de colocación y aseguramiento se desarrollan mayoritariamente en el extranjero. En menor medida, llama la atención que en algunas tasas no exista un límite cuantitativo para las operaciones más voluminosas, lo que dificulta aprovechar las economías de escala que ofrece un mercado cada vez mayor.

Por otro lado, respecto a los plazos y formas de constitución, en España todavía no se admite la calificación crediticia provisional sujeta a documentación posterior, que sí está bastante extendida en otros países (sobre todo, en los mercados anglosajones). Esta flexibilidad permite a los gestores de los FTA iniciar la comercialización de los bonos de titulización y el aseguramiento de la operación incluso antes de que esté registrada en los organismos supervisores. Asimismo, se sigue exigiendo el aseguramiento de la constitución del FTA («carta de aseguramiento») como requisito previo para el registro del folleto, lo que encarece y ralentiza los procesos. Este paso se retrasa en otros paí-

ses hasta que la operación ya está «comprometida». El retraso, a su vez, permitiría flexibilizar otros requerimientos como los 20 días de plazo máximo entre las fecha de inicio y de cierre de la auditoría de los datos económicos de la cartera del cedente. Esto obliga a las agencias de calificación o auditores a un sobreesfuerzo y a incurrir en un sobrecoste que hace el proceso menos competitivo.

**4.2. Ampliación de la oferta de activos**

Es evidente que una de las vías para aumentar la oferta de estos activos en España sería promover o potenciar la ampliación de los tipos de emisores u originadores de derechos de crédito. Como ya se ha comentado, en el período reciente se han incorporado al proceso los FTPymes, los certificados de participación hipotecaria y las cédulas territoriales. Sin embargo, existe todavía un buen número de activos y derechos de cobro que podrían incorporarse al proceso. En este sentido, cabe señalar, en primer lugar, las posibilidades que ofrece la titulización directa por parte de las empresas no financieras, lo que permitiría mejorar la estructura de sus balances y, por tanto, reducir el coste de capital. Esto puede ser especialmente relevante en sectores como la energía (eléctricas, gas, agua), manufacturas (automóviles) y transporte y comunicaciones, que han aumentado recientemente su endeudamiento de modo notorio. Por otro lado, hay que reseñar también que la titulización de activos abre una interesante vía para la financiación de inversiones públicas en infraestructuras generadoras de derechos de cobro futuros. Cabe destacar, en este sentido, las iniciativas para titular los derechos de crédito del concesionario de infraestructuras apuntadas en el proyecto de ley reguladora del contrato de obras públicas.

Finalmente, en el ámbito bancario, aún no se han explotado las posibilidades que ofrecen modalidades de créditos como saldos de tarjetas de crédito, *leasing* o *factoring*, cuya titulización está bastante extendida en otros países europeos. A este respecto, cabe señalar que uno de los factores relevantes en la elección de los activos a titular es el coste asociado con la mejora crediticia que el emisor está dispuesto a asumir para que los valores tengan una calidad crediticia que sea aceptable por los inversores. En el caso español, parece que el mercado de valores titulizados se está concentrando en niveles de garantía elevados, próximos a la calificación de la deuda pública. Esto está condicionando la elección de los valores que se titulan. Así, los créditos hipotecarios son los que menos mejoras crediticias necesitan para conseguir la calificación que



el mercado exige, mientras que las demás opciones suponen un importante incremento de dichas mejoras, en función de los riegos que originalmente contienen los créditos (4). Es previsible, no obstante, que en el futuro se desarrolle una demanda de activos con una calidad crediticia menor y, por tanto, con rendimientos esperados superiores.

#### 4.3. Armonización normativa y fiscalidad

En la actualidad la regulación financiera europea no contempla la armonización de los requisitos y las condiciones para la titulización de activos. La reciente directiva comunitaria sobre folletos de admisión no regula especificaciones y documentación homogéneas respecto de la titulización de activos, lo que provoca distorsiones regulatorias entre países europeos y, por tanto, oportunidades de arbitraje regulatorio y de deslocalización de las operaciones. En particular, son destacables las distintas exigencias en relación con las auditorías posteriores de los vehículos de titulización (en nuestro caso FTA o FTH) y con la periodicidad de la información sobre activos titulizados.

En el ámbito de la fiscalidad, hay que señalar una doble falta de armonización. Por un lado, la fiscalidad asociada al originador-emisor no está armonizada en los distintos países de la UE. De este modo, mientras que en España los Fondos de Titulización están sometidos al régimen general del impuesto de sociedades, en otros países comunitarios como en Irlanda o Luxemburgo estas instituciones no están sujetas a tributación. Por otro lado, la distinta tributación comunitaria de las rentas de los bonos de titulización en los impuestos personales genera unas disfunciones fiscales que no favorecen una demanda homogénea de estos instrumentos entre los inversores comunitarios.

Además, en el caso de España, la distinta tributación y sujeción a retención a cuenta aplicable a los rendimientos de capital mobiliario que suponen los bonos de titulización, frente al tratamiento tributario más favorable de las ganancias y pérdidas de patrimonio de los fondos de inversión, supone mermar la demanda minorista de bonos de titulización. Esto explica, probablemente, el reducido peso relativo de los bonos de titulización en las carteras de los hogares españoles. Asimismo, hay que señalar que la

(4) Algunos de los distintos métodos de mejora crediticia más utilizados recientemente son: aumentar el fondo de reserva del FTA, las emisiones de tramos B, ampliar el margen financiero de la cartera, la sobrecolateralización, la contratación de *swaps*, y el recurso a los avales del Estado.

titulización de las operaciones de *leasing* y *factoring* presenta alguna problemática fiscal adicional. En particular, la aplicación del IVA (sin la posibilidad de repercutir, es decir, como si fuera un mayor coste) en estas operaciones mediante la utilización de la prorrata especial de estas entidades introduce un coste fiscal elevado que no favorece la titulización de estos activos.

#### 5. CONCLUSIONES

La titulización de activos ha tenido un crecimiento espectacular en los últimos años en España, convirtiéndose en un referente fundamental para el desarrollo de los mercados de renta fija privada. El saldo de activos titulizados ha aumentado hasta alcanzar en la actualidad el volumen de 34.000 millones de euros y este ha sido el segmento del mercado de renta fija privada más activo de los últimos años. De hecho, a lo largo de 2002, los bonos de titulización han supuesto más del 60% de las emisiones a medio y largo plazo registradas en la CNMV y cerca del 70% de la negociación en este segmento.

Las entidades de depósito están siendo las grandes impulsoras de esta nueva vía de financiación, aprovechando, en tanto que cedentes de los activos que se titulan, las posibilidades que abre para una mejor gestión de los riesgos, sin perder la conexión y las posibilidades de negocio bancario tradicional. Pero, además, constituyen el sector que mayores volúmenes de inversión están colocando en estos instrumentos. Este dato, que podría plantear cierta paradoja, revela que el proceso de transformación financiera al que se someten los activos titulizados los hacen más atractivos desde el punto de vista de la inversión para las entidades, al mejorar sus características de liquidez y riesgo, al tiempo que pueden ser susceptibles de utilizarse como garantía en las operaciones de política monetaria.

Por lo que respecta a la elección de los activos a titular, las preferencias del mercado español parecen haberse decantado por valores de alta calificación crediticia, lo que ha determinado que los activos movilizados hayan sido en primer lugar aquellos que tienen unos menores riegos originales: las operaciones con garantía hipotecaria. Posteriormente, se han ido incorporando otros activos no hipotecarios de mayor riesgo crediticio como los créditos al consumo, a las PYME, o las cuotas de compra de automóviles. No obstante, y como consecuencia de la reciente normativa y de la maduración del mercado de la titulización, es probable que el resto de activos susceptibles de movilización vayan ganando peso en el futuro.

Pese a todo, el nivel alcanzado por la titulación en España está aún lejos del logrado por otros países europeos. En este sentido, cabe esperar un redoblado impulso de la titulación con la reciente creación de los certificados de participación hipotecaria y las cédulas territoriales que, a su vez, serán más fácilmente titulizables fuera de balance. Asimismo, otros aspectos que pueden afectar la evolución futura de la titulación son la incorporación de nuevos emisores (y/o activos a titular) y la evolución de los costes de la operación, que pueden condicionar tanto la realización de la misma como la elección y localización de los mercados donde realizarla. La falta tanto de armonización de las normas de emisión a nivel del mercado único financiero europeo como de un tratamiento fiscal homogéneo de quienes intervienen en las

distintas fases del proceso puede, sin embargo, lastrar el proceso.

14.2.2003.

### BIBLIOGRAFÍA

- AYUSO, J. (1998). «Perspectivas de la titulación de activos en España», *Boletín económico*, Banco de España, octubre.
- BLANCO, S. y BAQUERO, M. J. (2000). «El proceso financiero de la titulación de activos», Dykinson, Madrid.
- CORTÉS, F. J., GARCÍA, F. y SOLER, D. (2000). «Titulación de activos: oportunidades de la titulación ante la nueva economía», Instituto Cajamar.
- GARCÍA-LEGAZ, J. (1995). «La titulación hipotecaria en España», *Cuadernos ICE*, nº 742, junio.