

COMISIÓN EUROPEA

Dirección General de Mercado Interior y Servicios

ENTIDADES FINANCIERAS

Particulares, política del consumidor y sistemas de pago

Bruselas, a 20 de diciembre de 2006
MARKT/H3/CH

**TRADUCCIÓN PRIVADA DE LA AHE PARA SUS
ASOCIADOS DEL:**

**“INFORME DEL GRUPO DE
EXPERTOS DE LA
REFINANCIACIÓN HIPOTECARIA,
MFEG”**

Publicado por la Comisión Europea

Comisión européenne, BE-1049 Bruxelles/Europese Commissie, BE-1049 Brussel-Belgium. Telephone: (32-2) 299 11 11.

Office: C107 00/007. Telephone: direct line (32-2) 299 7870. Fax: (32-2) 29950750.

http://ec.europa.eu/internal_market/index_en.htm

E-mail: Christine.Hauner@ec.europa.eu

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN

- 1.1. Contribución de la refinanciación hipotecaria a la integración del mercado.
- 1.2. El Grupo de Expertos en Refinanciación Hipotecaria (Mortgage Funding Expert Group –MFEG)
- 1.3. Los mercados europeos de refinanciación hipotecaria

2. UN MERCADO EUROPEO DE REFINANCIACIÓN HIPOTECARIA INTEGRADO

- 2.1. Completo
- 2.2. Competitivo
- 2.3. Eficiente
- 2.4. Transparente
- 2.5. Estable

3. ASPECTOS RELACIONADOS CON LOS MERCADOS PRIMARIOS

3.1. Amortización anticipada

- 3.1.1. Contexto
- 3.1.2. Debate
 - 3.1.2.1. Derecho legal
 - 3.1.2.2. Comisiones por amortización anticipada
 - 3.1.2.3. Tipos de pérdidas
 - 3.1.2.4. Límites o exenciones impuestas a las comisiones por amortización anticipada

3.2. Valoración de inmuebles

- 3.2.1. Contexto
- 3.2.2. Debate

3.3. Registro de la propiedad

- 3.3.1. Contexto
- 3.3.2. Debate

Tabla 2: Registro en los Estados miembros de la UE

3.4. Ejecución

- 3.4.1. Contexto
- 3.4.2. Debate

3.5. Protección de datos

4. ASPECTOS RELATIVOS AL MERCADO SECUNDARIO

4.1. Bonos garantizados

- 4.1.1. Contexto
- 4.1.2. Debate
 - 4.1.2.1. Transferencia de préstamos
 - 4.1.2.2. Limitación de los instrumentos de garantía
 - 4.1.2.3. Fiscalidad

- 4.2 Bonos de titulación hipotecaria (*Residential Mortgage Backed Securities –RMBS*)
 - 4.2.1. Contexto
 - 4.2.2. Debate
 - 4.2.2.1 Falta de consistencia en los marcos legales nacionales
 - 4.2.2.2. Fiscalidad
 - 4.2.2.3. El tratamiento contable en las NIC de las operaciones con *RMBS*
 - 4.2.2.4. Reconocimiento de sociedades de titulación –Aspectos transfronterizos y relacionados con los inversores
 - 4.3 Estructura de *warehousing* temporal
 - 4.4 Venta total o parcial de carteras de préstamos (*Whole Loan Sale*)
5. MEJORAS DE RIESGO OFRECIDAS POR TERCEROS
6. ASPECTOS RELACIONADOS CON LOS INVERSORES
- 6.1. Definiciones
 - 6.2. Coherencia y transparencia de los informes sobre las operaciones
 - 6.3. Repos
 - 6.4. Basilea II
 - 6.5. Indicadores inmobiliarios
 - 6.6. Restricciones de emisión

NOTA ACLARATORIA

Las opiniones expresadas en este informe corresponden al Grupo de Expertos y a sus miembros, y no a la Comisión Europea.

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Contribución de la refinanciación hipotecaria a la integración del mercado.

Los mercados hipotecarios primarios y secundarios de Europa se encuentran intrínsecamente conectados¹. La oferta de productos hipotecarios y el precio al que se comercializan dependen en gran medida de las estrategias de refinanciación de cada entidad. Las iniciativas que persigue la integración de los mercados primarios pueden afectar a la refinanciación de los productos de crédito hipotecario y, por tanto, a la oferta de productos y al precio al que se comercializan. Es probable que las iniciativas que persiguen la integración de los mercados secundarios afecten a la disponibilidad de productos ofertados en los mercados primarios.

Tal estrecha relación implica que la integración de los mercados de refinanciación europeos puede facilitar la integración del mercado hipotecario al aumentar la eficiencia, mejorar la diversidad de productos y fomentar la competencia.

La integración de los mercados de refinanciación hipotecaria tiene el potencial de mejorar la **eficiencia** de los mercados hipotecarios, en concreto la de los mercados de capitales basados en productos de refinanciación. Puede alcanzarse la eficiencia de estos mercados a través de la reducción de costes y de una gestión mejorada del capital.

La integración de los mercados hipotecarios de Europa permitirá a las entidades de crédito hipotecario crear *pools* de activos europeos más diversificados, permitiendo buscar financiación más allá del mercado de depósitos nacional y a los costes más bajos de refinanciación. Es probable que esta reducción de costes de refinanciación conlleve además una reducción de costes hipotecarios para los consumidores.

La creación de *pools* mayores y/o diversificados a través de la agrupación de carteras hipotecarias de distintos países o de distintos emisores se basa tanto en aspectos económicos como en los eventuales beneficios. Las entidades de crédito pequeñas o medianas con dificultades para alcanzar la masa crítica por sí solas, podrán acceder con mayor facilidad a la financiación de los mercados de capitales. Las entidades de crédito hipotecario que operan en distintos países también podrán agrupar préstamos similares sin necesidad de realizar varias emisiones. Los inversores podrán adquirir carteras de riesgo diversificado.

La integración de los mercados de refinanciación hipotecaria también puede mejorar considerablemente **la diversidad de productos** de los mercados hipotecarios de Europa.

La diversidad de técnicas de financiación en Europa ya ha posibilitado la puesta a disposición de los consumidores de una variedad de productos. La cada vez mayor utilización de mecanismos de refinanciación basados en los mercados de capitales ha permitido a las entidades de crédito desarrollar y refinar nuevos productos basados en el riesgo, como los que se ofertan a los consumidores que están excluidos del mercado hipotecario por rentas bajas o por un historial crediticio negativo, mejorando así la elección del consumidor y extendiendo el acceso a la vivienda en propiedad a aquellos que antes quedaban excluidos. También han

¹ En el presente informe, "mercados primarios" hace referencia a la tramitación y constitución de préstamos hipotecarios. "Mercados secundarios" hace referencia a la refinanciación de préstamos hipotecarios a través de los mercados de capitales.

surgido nuevos productos, como los préstamos hipotecarios islámicos, los préstamos hipotecarios con elevado *loan-to-value* y los préstamos hipotecarios para la movilización del capital. Gran parte del aumento de la innovación de productos deriva de la mayor competencia en los recursos crediticios no tradicionales, muchos de los cuales financian el crédito hipotecario a través de los mercados de capitales.

La integración de los mercados de refinanciación hipotecaria de la UE también desempeña un importante papel como un gran estímulo para la **competencia**. Esto puede alcanzarse de distintas formas. Como se ha señalado anteriormente, al ofrecer el acceso a nuevos productos, se mejora la elección del consumidor. Asimismo, al mejorar la eficiencia de los mercados al reducir los costes de refinanciación, así como el eventual precio ofrecido a los consumidores, puede mejorarse la competencia de los mercados hipotecarios de la UE.

1.2 El Grupo de Expertos en Refinanciación Hipotecaria (Mortgage Funding Expert Group –MFEG)

En el Libro Verde sobre el Crédito Hipotecario en la UE de 19 de julio de 2005 (COM (2005) 327), la Comisión anunció su intención de constituir un grupo de trabajo *ad hoc* sobre refinanciación hipotecaria. La idea fue apoyada por unanimidad en las respuestas al Libro Verde recibidas durante el periodo de consulta.

El Grupo de Expertos en Refinanciación Hipotecaria (Mortgage Funding Expert Group –MEFG) se constituyó en abril de 2006 con los siguientes objetivos:

- Identificar las barreras a la integración para cada uno de los modelos de refinanciación incluidos en el Informe del Forum Group sobre Crédito Hipotecario de diciembre de 2004;
- Decidir el orden de prioridad de la barreras identificadas en términos de su relevancia para el mercado;
- Considerar y justificar posibles soluciones para cada una de las barreras identificadas y elaborar recomendaciones concretas para la Comisión.

El MEFG se reunió en ocho ocasiones durante 2006. Este informe resume los aspectos debatidos y presenta las recomendaciones de los expertos que han formado parte del Grupo de Expertos (Véase la lista de miembros en el Anexo 1).

1.3 Los mercados europeos de refinanciación hipotecaria

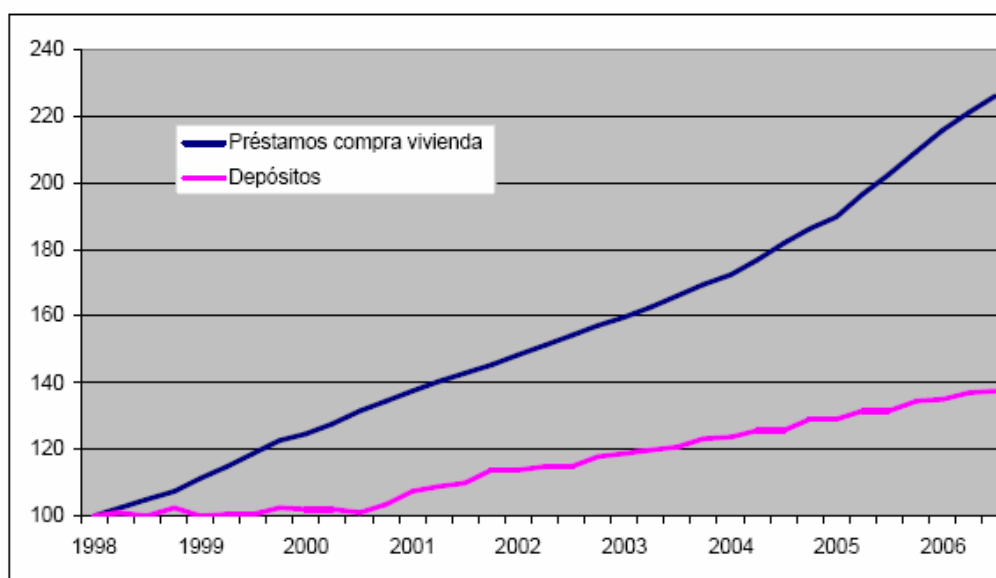
Los mercados hipotecarios de Europa están afrontando cambios importantes. Ante la creciente presión por el aumento de márgenes y la reducción de costes, las entidades de crédito hipotecario europeas han adoptado nuevas técnicas para aumentar su cuota de mercado y beneficios, reducir la exposición total al riesgo y aumentar la eficiencia. Aunque el objetivo del presente informe es el préstamo vivienda con garantía inmobiliaria, algunos de los aspectos que aquí se discuten pueden ser también relevantes para las entidades de crédito hipotecario comercial.

La financiación de la vivienda se ha basado tradicionalmente en los depósitos. Los depósitos minoristas pueden suponer una forma de refinanciación relativamente barata, pero normalmente han mostrado una fuerte dependencia de las grandes redes de sucursales. La utilización de depósitos para la financiación de préstamos hipotecarios también concierne a aspectos relativos a la gestión de activos y pasivos, ya que los depósitos normalmente cuentan con periodos de preaviso

breves o medios, mientras que los préstamos hipotecarios son normalmente productos a medio-largo plazo.²

En los últimos años, muchos países han experimentado un descenso en el nivel de depósitos, ya que los consumidores buscan formas alternativas y con mayor rentabilidad para la inversión de sus ahorros. Además, el entorno de tipos de interés relativamente bajos y el aumento del precio de la vivienda han provocado que la demanda de créditos hipotecarios haya experimentado un crecimiento constante. Consecuentemente, con una demanda de créditos hipotecarios superior a la oferta de depósitos, las entidades de crédito hipotecario se han ido fijando cada vez más en los mercados de capitales para financiar el vacío de refinanciación (Véase Gráfico 1).

Gráfico 1: Vacío de refinanciación – Crecimiento trimestral en depósitos versus Préstamos vivienda (1T 1998 a 3T 2006) (1T 1998 = 100)



Fuente: Banco Central Europeo

A pesar del descenso de la financiación a través de depósitos, según las estadísticas más recientes, los depósitos minoristas aún representan aproximadamente el 60%³ de la refinanciación hipotecaria y sigue siendo la forma predominante en la mayoría de los Estados miembros de la UE. Está aumentado la utilización de productos de mercado de capitales, como los bonos garantizados y los bonos de titulización hipotecaria (*Residential Mortgage Backed Securities –RMBS*), así como la de productos más novedosos, como es la venta total o parcial de carteras de préstamos y las estructuras de *warehousing* o depósito temporal. Aunque son escasos los datos estadísticos detallados sobre la estructura de la financiación de los mercados de refinanciación hipotecaria de la UE, se estima que la refinanciación a través de bonos garantizados residenciales y comerciales se sitúa entorno al 17,5%, y a través de *RMBS* (excluidos los bonos de titulización hipotecaria

² "It's the funding, commissioner!", Deutsche Bank, Octubre 2006.

³ "Funding of Mortgage Loans in the European Union and Norway (2002)", European Mortgage Federation.

comerciales) representan aproximadamente el 10% del saldo vivo del hipotecario residencial de la UE. Se asume que el resto de hipotecas residenciales de la UE se financia con créditos no garantizados.

La expansión de los productos de mercado de capitales supone una alternativa a los depósitos minoristas, proporcionando así a las entidades de crédito el acceso a los mercados de valores internacionales y repercutiendo en beneficios tanto para las entidades como para los consumidores. La decisión de recurrir a una vía de financiación o a otra depende de una variedad de factores, como son el tipo de interés, el plazo a tipo de interés fijo, el tratamiento contable, la reducción de capital permitida, los costes de ejecución y los de refinanciación. En muchos casos, estas técnicas financieras son complementarias, ya que cumplen diferentes objetivos y llegan a inversores con diferentes estrategias (Véase Tabla 1 para una visión de las características de los productos de refinanciación hipotecaria).

Teniendo en cuenta esta evolución, así como el hecho de que la financiación no garantizada, incluidos los depósitos, no se ha enfrentado a tantas barreras en términos de actividad transfronteriza, el MFEG decidió centrarse en las barreras a los productos del mercado de capitales, como son los bonos garantizados, los *RMBS*, la venta de carteras de préstamos y las estructuras de *warehousing* temporal.

Aunque la Mejora Crediticia ofrecida por Terceros no es un mecanismo por sí mismo, facilita la refinanciación y permite a las entidades de crédito hipotecario alcanzar otros objetivos, como la transferencia del riesgo y la reducción del capital regulatorio. Ejemplos típicos de mejoras crediticias ofrecidas por terceros son las permutas financieras de cobertura por incumplimiento crediticio (*credit default swaps*), las garantías financieras y el seguro hipotecario. Como fuente de mejora crediticia externa, mejora el perfil de riesgo del *pool* relevante, de manera que una entidad de crédito hipotecario puede beneficiarse del aumento en el volumen de préstamos hipotecarios que pueden refinanciarse o de márgenes de refinanciación menores.

El MFEG decidió que las mejoras ofrecidas por terceros desempeñan un papel fundamental en el desarrollo de un mercado secundario para la refinanciación hipotecaria integrado y garantizó un análisis más pormenorizado.

Tabla 1: Comparación de las características de productos de refinanciación hipotecaria.

	Características del producto	Activos elegibles	Financiación	Tratamiento NIC	Reducción de capital regulatorio	Inversión
Depósitos	Depósitos bancarios	Ilimitado	100%	En balance	No	Particular
Estructuras de warehousing temporal de préstamos	Activos titulizables	Activos titulizables	Estructuras bancarias de warehousing	Depende	Depende	Institucional
Deuda no colateralizada	Deuda bancaria	Ilimitado	100%	En balance	No	Particular e institucional
Venta de carteras de préstamos	Venta	Ilimitado	100%	En balance	Si	Institucional
Bonos garantizados tradicionales	Deuda garantizada	Activos elegibles	Limitada	En balance	No	Institucional
Bonos garantizados estructurados	Deuda garantizada	Activos elegibles	Limitada	Depende	No	Institucional
Bonos de titulización hipotecaria (RMBS) Conduit (a corto)	Venta	Activos titulizables	100% menos los tramos retenidos	Depende	Depende	Institucional
Bonos RMBS Term Cash	Venta	Activos titulizables	100% menos los tramos retenidos	Depende	Depende	Institucional
RMBS sintéticos	Auto-refinanciado con transferencia de riesgo	Sin restricciones jurídicas	Parcial	En balance	Depende	Institucional

2. UN MERCADO EUROPEO DE REFINANCIACIÓN HIPOTECARIA INTEGRADO

El MEFG considera que el enfoque basado en el mercado, sin regulación, es la opción óptima para alcanzar la eficiencia de los mercados, disponer de la oferta más amplia posible y ofrecer el mejor precio a los consumidores. Un mercado europeo de refinanciación hipotecaria integrado debe cumplir cinco criterios: debe ser completo, competitivo, eficiente, transparente y estable.

2.1 Completo

Los aspectos relativos a la refinanciación deben diseñarse para alcanzar las necesidades de los productos hipotecarios que se ofrecen en el mercado y no viceversa. Al mismo tiempo, es importante que cada mercado pueda conservar su propio modelo bancario y de refinanciación hipotecaria que atiende tanto a los intereses de distintos prestatarios y prestamistas, cuyas necesidades son diferentes, así como a las demandas de los inversores nacionales e internacionales.

Por ello, es necesario un enfoque equilibrado de los mecanismos de refinanciación. En la actualidad, en una jurisdicción se pueden aplicar distintas normas a la emisión de bonos garantizados y *RMBS*, a pesar de que se trata de operaciones similares en esencia, cuyo objetivo es la obtención de fondos para préstamos hipotecarios a particulares. Las entidades de crédito hipotecario utilizan una combinación de técnicas de refinanciación complementarias como parte de su estrategia de gestión de la cartera.

Recomendación

Las entidades de crédito hipotecario deberían tener libertad para elegir la estrategia de refinanciación más apropiada para su negocio y tener acceso en igualdad de condiciones a los mercados de refinanciación e inversores, independientemente de su localización.

Ninguna regulación debe favorecer una forma de refinanciación, puesto que cada instrumento de refinanciación tiene sus propias ventajas y desventajas basadas en las propias características del producto.

2.2 Competitivo

En vez de reemplazar a las entidades comerciales o especializadas de crédito ya existentes, la integración de los mercados europeos de refinanciación hipotecaria supone una oportunidad para generar nuevas oportunidades de negocio, así como de promover la competencia en el mercado, al permitir la entrada en los mercados a nuevas compañías. Para maximizar sus beneficios, la competencia debería producirse en todas las fases de la cadena de valor hipotecaria: constitución, formalización, refinanciación, gestión del préstamo y gestión del riesgo.

Un elemento fundamental en la introducción de la competencia en los mercados de refinanciación hipotecaria de la UE es asegurar que no se producen discriminaciones basadas en la estrategia de refinanciación de la entidad de crédito hipotecario.

Mientras que el requisito de ser un banco para generar un préstamo hipotecario supone un obstáculo limitado para los bancos, debido a la capacidad de los bancos europeos de operar en otros países, las entidades que no son bancos se enfrentan a retos distintos en los mercados en los que son necesarias licencias bancarias. Puesto que las entidades que no son bancos regulados normalmente ofrecen productos más innovadores y ofertan créditos a nuevos segmentos de la población, no deberían ignorarse estas barreras a la competencia.

La distribución es un elemento clave en la cadena de valor hipotecaria y puede abordarse tanto directa como indirectamente. En varios países, los préstamos hipotecarios tienden a distribuirse directamente a través de sucursales bancarias⁴. No obstante, la distribución indirecta, a través de intermediarios o *brokers*, está aumentando y es particularmente significativa en países como Hungría, Irlanda, Países Bajos y Reino Unido. Los canales de distribución bien desarrollados también han llevado a un aumento de la competencia entre las entidades de crédito, al fomentar la innovación financiera y la competencia. Por ejemplo, en Reino Unido, los *brokers* hipotecarios constituyen la mayoría de los préstamos de nueva creación, promoviendo la innovación de productos por parte de los prestamistas. Mientras que las entidades que utilizan los depósitos como instrumento de financiación normalmente cuentan con una amplia red de sucursales a través de la que captan depósitos y formalizan préstamos hipotecarios, las entidades de crédito que recurren a la financiación en los mercados de capitales normalmente cuentan con una presencia en la red de distribución más limitada, de aquí la importancia del buen desarrollo de los intermediarios de crédito y/o *brokers*. Las entidades de crédito hipotecario, tanto las que toman depósitos como las que recurren a los mercados de capitales, pueden recurrir a intermediarios y/o *brokers* para distribuir

⁴ Por ejemplo: Dinamarca, Alemania, España, Francia, Italia, Austria, Polonia y Portugal.

sus productos hipotecarios, sin tener que hacerlo, necesariamente, de forma directa.

Las entidades de crédito hipotecario podrían conseguir una elevada rentabilidad al acceder a una mayor base de prestatarios utilizando los servicios de terceros, con grandes economías de escala, para mitigar los costes del proceso, al utilizar sistemas existentes de información y personal de gestoras de créditos. Es menos probable que las entidades de crédito tradicionales recurran a los servicios de terceros, si se considera lo importante que es para ellas mantener una relación cercana con los consumidores. Para una entidad paneuropea, cabría la posibilidad de externalizar partes específicas del negocio (como la gestión) para constituir centros operacionales en toda Europa, aumentando así las economías de escala y creando oportunidades de negocio. Este no es el caso en la actualidad. Cuando una entidad de crédito realiza actividades transfronterizas, sus costes aumentan, ya que para poder operar, la apertura de oficinas es un requisito establecido en la legislación nacional de varios Estados miembros.

El desarrollo adicional de los servicios ofrecidos por terceros en Europa debería fomentarse, puesto que permitirá la entrada en el mercado a las entidades nicho o especializadas y que ofrezcan nuevos productos (p. ej. Préstamos *non-conforming*, créditos subordinados (*second lien*) o productos para la movilización del capital) que puede que las entidades tradicionales no oferten.

En varios sistemas jurídicos es requisito que las entidades gestoras cuenten con una licencia bancaria. Algunas entidades, que se regulan como bancos en una determinada jurisdicción, pueden utilizar esto como una vía rápida para ejercer la actividad crediticia en otra jurisdicción. Para otras entidades, que no tienen licencia bancaria, el requisito parece actuar como una barrera a la entrada en ese mercado. En algunos mercados existe una diferencia entre cómo se gestionan los activos generalmente y si los servicios generales (*cash management*, servicios de cobros, anticipos) requieren que la compañía sea una entidad de crédito (es decir, toma decisiones crediticias) y por ello, requiera de una licencia bancaria.

La vivienda representa un aspecto social de gran importancia para muchos gobiernos. Como consecuencia, se ha producido la proliferación de créditos hipotecarios públicos, actividades de financiación y aseguramiento que deberían examinarse para valorar si cumplen las obligaciones establecidas en el Artículo 87 del Tratado.

Recomendaciones

El MEFG acogería medidas encaminadas a la promoción del desarrollo de canales de distribución alternativos. Para ello, el MFEG apoya la intención de la Comisión de realizar un estudio sobre los intermediarios del crédito en 2008.

Si una entidad de crédito o bancaria está autorizada en un Estado de la UE, automáticamente debería obtener autorización para desarrollar esa misma actividad en otros Estados de la UE, previo cumplimiento de unos requisitos mínimos de notificación o registro. La Comisión debería estudiar la creación de un "pasaporte" para las entidades que no son bancos y para las entidades especializadas en la gestión y administración de los préstamos.

Los Estados miembros que establecen como requisito licencias bancarias para las entidades de crédito hipotecario residencial, deberían limitar la cantidad de regulación de las entidades que no toman depósitos a un nivel apropiado, acorde

con los riesgos de capital y a la refinanciación. Los Estados miembros deberían asegurar que la legislación no establece que las entidades gestoras cuenten con licencia bancaria.

Los Estados miembros deberían asegurar que la legislación, incluida la normativa de titulización, no prohíbe o restringe la gestión transfronteriza de activos- si ese el modelo elegido por la entidad de crédito.

La Comisión debería garantizar que las actividades relacionadas con el crédito hipotecario público son puramente sociales, en el contexto del Artículo 87 del Tratado.

2.3 Eficiente

La eficiencia de los mercados hipotecarios de Europa puede mejorarse a través de la existencia de mercados con mayor liquidez y más diversificados. No obstante, la precaución ha de estar presente para garantizar que no se producen los posibles efectos secundarios. A este respecto, deben considerarse dos aspectos.

En primer lugar, aunque existen razones económicas para la creación de *pools* transfronterizos mayores y más diversificados internacionalmente, hay varios ejemplos de entidades originadoras que han optado por titular de forma separada préstamos de características distintas o que han sido originados en jurisdicciones distintas. Esta segregación permite al mercado fijar el precio de los títulos de forma individual para reflejar el perfil de riesgo apropiado, considerando por ejemplo los procesos de ejecución. La creación de *pools* transfronterizos no es necesariamente siempre mejor que la de *pools* nacionales o *pools* de una única entidad originadora, ya que la mejora crediticia necesaria (y por tanto, sus costes como transacción) se calcularía referenciada al de mayor riesgo en vez de al mejor activo. Es más, la moderna teoría de carteras sugiere que los inversores también pueden desarrollar una cartera diversificada por sí mismos de manera más precisa que la que podría constituir en su nombre un tercero.

En segundo lugar, un criterio al que se hace referencia con frecuencia para mejorar la eficiencia es la estandarización. Según algunas argumentaciones, la variedad de contratos de crédito hipotecario, de productos hipotecarios y de criterios suscritos suponen una barrera potencial a una financiación más eficiente, lo que llevaría a la falta de consistencia en los *pools* de garantía hipotecaria. Esta variedad dificulta la titulización de *pools* o la creación de mayores *pools* garantizados, así como la comparación de operaciones. Como consecuencia, a veces se sugiere que la estandarización del *pool*, a través de la creación de contratos de préstamo estandarizados, podría crear mercados más líquidos; facilitar la transferencia de activos; mejorar el tamaño de las carteras y por tanto, las economías de escala; y facilitar el análisis y el proceso de toma de decisiones de los inversores. Sin embargo, la estandarización también puede revestir un efecto perjudicial en la variedad de productos disponibles y puede que no lleve al desarrollo por parte de los mercados hipotecarios de una amplia gama de soluciones para todos los clientes, especialmente para aquellos que no cumplen los estándares comunes. Los mercados de refinanciación hipotecaria de Europa son relativamente eficientes y sería difícil de justificar desde el punto de vista del análisis de costes/beneficios la armonización a gran escala para promover la estandarización.

El Forum Group sobre Crédito Hipotecario consideró de manera pormenorizada la idea de una agencia de financiación hipotecaria europea de igual modo que las empresas patrocinadas por el Gobierno de E.E.U.U. (US Government Sponsored Enterprises, GSEs). Según el informe del Forum Group "*aunque la creación de una figura paneuropea orientada a un mayor desarrollo tanto de los mercados de bonos hipotecarios como de RMBS supondría beneficios tanto para las entidades de crédito como para los prestatarios, el Forum Group consideró que esta función debería realizarla una empresa privada*"⁵. Esta institución paneuropea no sería coherente con los principios de libre mercado y no aportaría las condiciones de eficiencia y competencia necesarias. El MEFG coincide con la opinión del Forum Group.

Con este fin, el objetivo de la eficiencia con respecto a las medidas debería ser de desregulación y soluciones basadas en el mercado, en vez de una estandarización transfronteriza de los productos hipotecarios.

2.4 Transparente

Teniendo en cuenta que la estandarización a gran escala no solo sería difícil, sino que también sus efectos serían discutibles, la transparencia desempeña un papel fundamental en facilitar la comprensión a los inversores de los productos y de las distintas opciones de refinanciación. Los gestores de riesgos, inversores, las agencias de *rating* y los reguladores bancarios pueden beneficiarse de una cada vez mayor y más coherente información sobre el crédito y la amortización anticipada de activos, sistemas de registro, valoración de inmuebles, etc. Por ejemplo, para los analistas es más importante la transparencia para entender el riesgo del *pool* que la estandarización.

La transparencia aumentará la eficiencia y hará posible la comparabilidad de los mercados de refinanciación en toda Europa.

2.5 Estable

La dispersión del riesgo en el mercado es crucial. Un mercado secundario bien desarrollado ayudará a las entidades financieras a gestionar mejor sus riesgos, al reducir o aumentar las exposiciones a determinados tipos de riesgo, Ej. divisa, crédito, amortización anticipada, riesgo geográfico o de mercado. Las entidades financieras podrían participar en determinados mercados sin tener que incurrir en los costes extra derivados del establecimiento de una red de distribución para originar los préstamos.

La financiación a largo plazo de los mercados de capitales añade estabilidad a los mercados hipotecarios en Europa.

Recomendación

El MEFG recomienda que la UE y los reguladores nacionales promuevan alternativas de financiación y de transferencia de riesgo, algo que fomentará la estabilidad institucional y de los mercados y eliminará los obstáculos a los que se hace referencia en el presente informe.

⁵ "The Integration of EU Mortgage Markets", Forum Group on Mortgage Credit, December 2004. http://ec.europa.eu/internal_market/finservices-retail/docs/home-loans/2004-report-integration_en.pdf.

3. ASPECTOS RELACIONADOS CON LOS MERCADOS PRIMARIOS

3.1. Amortización anticipada

3.1.1. Contexto

Un préstamo hipotecario se concede con un plazo específico, normalmente mayor de diez años, y requiere el pago del principal e intereses durante ese plazo determinado. La mayoría de los préstamos hipotecarios son préstamos a largo plazo, pero la práctica común indica que tanto las condiciones de mercado como las circunstancias de los prestatarios individuales cambian durante la vida del préstamo hipotecario. Tales cambios en las condiciones y circunstancias pueden dar lugar a que el prestatario amortice anticipadamente el préstamo total o parcialmente. La amortización anticipada del préstamo puede tener una serie de consecuencias para la entidad de crédito hipotecaria o para el inversor.

Las consecuencias de la amortización anticipada dependen de varios factores, por ejemplo de si se trata de un préstamo fijo o variable, cómo se ha refinanciado y de los costes en los que ha incurrido el prestatario para contratar el préstamo (comisiones). Puesto que los tipos de interés son uno de los principales motivos para efectuar amortizaciones anticipadas, los prepagos de préstamos a tipo fijo normalmente aumentan en un entorno de tipos de interés a la baja y disminuyen en un entorno de tipos al alza. Mientras que los préstamos hipotecarios variables son menos sensibles a los cambios de tipos de interés (debido a su naturaleza flotante, reflejan la variabilidad de interés), también están expuestos a la amortización anticipada por otras razones, por ejemplo, la competencia entre entidades de crédito y la introducción en el mercado de productos alternativos. La amortización anticipada de préstamos a tipo fijo también es susceptible de estas razones.

Desde el punto de vista de la entidad de crédito, un préstamo hipotecario se diseña para generar ingresos por intereses y por comisiones. Si un prestatario amortiza un préstamo antes de lo previsto, la entidad de crédito no podrá obtener los ingresos por intereses y comisiones. Por ello, la entidad incurrirá en una pérdida. Si la entidad de crédito ha refinanciado con un vencimiento y cupón determinado o ha cubierto los préstamos, debe reemplazar el activo, algo que resultará probablemente costoso o incluso imposible. Por ejemplo, los emisores de bonos garantizados deben mantener el *pool* garantizado que respalda la emisión de bonos garantizados con arreglo a determinados requisitos legales o de refinanciación⁶. La amortización anticipada de los préstamos hipotecarios del *pool*, por tanto, constituirán una serie de considerables costes potenciales y de retos para la entidad asociados a la gestión de activos y pasivos.

Desde el punto de vista de los inversores en bonos garantizados y bonos de titulación hipotecaria (*RMBS*) con opción de prepago mediante el rescate del bono (*callable*), la amortización anticipada de los préstamos hipotecarios subyacentes en el *pool* de garantía puede llevar a un pago anticipado al esperado de los bonos. Considerando que la vida media es un componente clave en la fijación del precio del bono, un cálculo erróneo de la vida media de las inversiones en bonos puede conllevar pérdidas para los inversores tenedores de los préstamos de dos formas. En primer lugar, los inversores reciben el pago de intereses de su inversión en los bonos correspondientes a un periodo más corto que el inicialmente esperado. En segundo lugar, los inversores pueden incurrir en pérdidas derivadas de la

⁶ Entre estos requisitos se encuentran el de mantener el tamaño apropiado del *pool* garantizado y la sustitución de préstamos en el *pool*.

reinversión del capital en condiciones de mercado menos favorables, ya que reciben el capital antes de lo esperado.

Como consecuencia, la disponibilidad de la opción de amortización anticipada para el prestatario hipotecario tiene una conexión directa con la rentabilidad de las operaciones de entidades de crédito e inversores. Una opción de prepago, por tanto, tiene un valor y un coste. Si el valor se confiere a una de las partes del préstamo hipotecario, el coste debe ser soportado por las otras partes.

En este contexto, surgen varias cuestiones importantes: si la amortización anticipada de un préstamo hipotecario por parte del prestatario debería considerarse un derecho legal o contractual; si se ofrece al prestatario esa opción de amortizar anticipadamente, la entidad de crédito tiene derecho a una compensación por amortización anticipada; si tal compensación es aplicable, cómo debe calcularse, etc.

El MFEG considera que, en Europa, las intervenciones jurídicas en los regímenes de amortización anticipada han llevado normalmente a una distorsión inaceptable en el precio de los préstamos hipotecarios y en la actividad crediticia transfronteriza.

3.1.2 Debate

3.1.2.1. Derecho legal

En el presente informe, amortización anticipada incondicional significa la realización total de las pérdidas potenciales de las entidades de crédito (o igualmente de las gestoras o inversores en mercados de capitales).

La experiencia de EEUU y Dinamarca apoya la teoría de que si la amortización anticipada es un derecho incondicional del consumidor, se produce un aumento significativo del tipo de interés en forma de margen por opción de amortización anticipada. En el caso de un préstamo hipotecario a 30 años con vencimiento fijo, esa opción cuesta entre 40 y 100 puntos básicos anuales. En el caso de periodos de interés vinculantes más reducidos, los costes son menores pero siguen siendo importantes.⁷ Los márgenes parecen indicar que el riesgo de la reinversión es empíricamente un elemento más importante del coste que el riesgo del crédito.

Por este motivo, casi todos los países europeos aplican alguna forma de protección *call* o protección frente a amortización anticipada a los préstamos a tipo fijo, tales como prohibición de amortizar anticipadamente o comisiones adicionales para disuadir del ejercicio de la opción de prepago. Los consumidores que renuncian a la opción de prepago se benefician a través de intereses más bajos, ya que se ahorran los costes de la opción que necesariamente han de aplicarse a todos los prestatarios.

La mayoría de los miembros del MEFG considera que la amortización anticipada debería ser una opción contractual, es decir, que las partes contratantes deberían tener la opción de excluirla del contrato. Los miembros a favor de una opción contractual están preocupados por que si se considera la amortización anticipada como un derecho legal, existiría un riesgo de que la compensación esté por debajo de los niveles de pérdida reales en los que incurre la entidad de crédito. Los

⁷ En la actualidad, el margen de los préstamos alemanes fijos a 10 años, rescatables antes del vencimiento se encuentra entre los 20 y los 45 puntos básicos.

miembros también muestran su preocupación por el riesgo de sustitución de activos para las estructuras gestionadas, en concreto los bonos garantizados. Algunos emisores de bonos garantizados destacan que a menos que la amortización anticipada se limite a una opción contractual, el riesgo de sustitución de activos no se controlará totalmente suponiendo un perjuicio para los inversores. No obstante, también podría argumentarse que la gestión del riesgo de sustitución de activos ya es una necesidad práctica para los emisores de bonos garantizados.

Una minoría de los miembros del MFEG considera que la amortización anticipada debería ser un derecho legal sujeto a condiciones. El argumento es que unas condiciones justas y objetivas son suficientes para realizar el ajustado precio del préstamo a través de deuda pública o bonos garantizados y para alcanzar niveles suficientes de retención de clientes.

Todos los miembros del MFEG consideran que los consumidores deben tener la opción de renunciar al derecho de amortización anticipada. El punto de vista común en este caso es que el derecho incondicional sin opción de renuncia implicaría un aumento de los costes inaceptable.

3.1.2.2. Comisiones por amortización anticipada

Las comisiones asociadas al ejercicio de la opción de amortización anticipada pueden tomar dos formas: una compensación variable (determinada *ex post* y basada en las pérdidas reales) o un modelo de comisiones predeterminado (determinado *ex ante* y no relacionado con las pérdidas reales)⁸.

En general, la compensación debería calcularse de manera objetiva y justa. Esto implica que quedaría cubierta la pérdida financiera de la entidad de crédito o del inversor derivada de la amortización anticipada. Al mismo tiempo, no debería afectar a la libertad económica del consumidor que prepaga.

Los modelos de compensación normalmente toman la forma de indemnización para mantener el rendimiento, por tanto eliminan la ganancia financiera para el consumidor derivada del ejercicio de la opción de prepago⁹. Una preocupación frecuente es cómo formular un modelo de compensación que sea fácilmente comprensible por los consumidores.

Los modelos de cálculo de comisiones prefijados para los créditos a tipo fijo son extraños y normalmente van asociados con prácticas obligatorias de *caps* o límites¹⁰ o a prácticas especiales de mercado¹¹. En situaciones de mayores plazos a tipo fijo, las entidades de crédito incurren en riesgos de reinversión considerables. La aplicación de una tarifa plana no parece tan recomendable si se compara con el cobro de una compensación basada en las pérdidas reales. Sin embargo, una comisión fija supone mayor beneficio para la entidad si se produce un aumento en los tipos de interés y los prestatarios amortizan anticipadamente. En situaciones de plazos menores a tipo fijo, las comisiones predeterminadas pueden llegar a

⁸ Véase anexo 5.3

⁹ Estos modelos de compensación se utilizan, por ejemplo, en los Países Bajos, Luxemburgo, Austria, Irlanda, Alemania y Suecia. Implícitamente, Dinamarca también persigue este concepto de indemnización para mantener el rendimiento en los préstamos con protección frente a la amortización anticipada sin opción del rescate del bono (*non-callable*) con opción de recompra del bono (*delivery option*) por parte del prestatario al inversor.

¹⁰ Por ejemplo, Francia, España e Italia. Se interpreta que el mercado francés aplica una comisión desde que instauró la restricción a la penalización inicial (Ley *Scrivener* de 1979)

¹¹ Por ejemplo, descuentos iniciales en Reino Unido e Irlanda.

asemejarse al modelo de compensación. Los modelos de comisiones predeterminadas en los préstamos a tipo variable¹² persiguen esencialmente proteger al prestamista ante la pérdida del beneficio esperado.¹³ Los modelos de comisión predeterminados cuentan con la ventaja de ser claros para el cliente desde el inicio del contrato. En algunos países, se han adoptado métodos de cálculo simplificados.

Si se concediera al consumidor el derecho legal a amortizar anticipadamente, la mayoría de los miembros del MFEG considera que las comisiones por amortización anticipada calculadas usando un modelo de compensación constituirían una protección *call* apropiada. Se trata de la opinión de los miembros de países en los que predomina el crédito a tipo fijo y las normas sobre compensación ya existen. Una marcada minoría de los miembros del MFEG considera que las comisiones predeterminadas contractualmente son la protección *call* más apropiada. Se trata de la opinión de miembros de países en los que domina el crédito a tipo variable, donde las comisiones son un medio de protección *call* típico.

3.1.2.3 Tipo de pérdidas

Una entidad de crédito puede incurrir fundamentalmente en tres tipos de pérdidas en caso de amortización anticipada: costes de administración, pérdidas de reinversión y pérdida del beneficio esperado.

Los costes de administración se cubren normalmente con planes de compensación, como las pérdidas de reinversión. Generalmente se acepta como principio para el cálculo de las pérdidas de reinversión, la comparación entre el activo (préstamo) y el tipo de interés¹⁴. Se ha optado por comparaciones entre activo y pasivo cuando había disponibles datos de tipo de préstamo o con fines de simplificación¹⁵. Ambos métodos conducirán a los mismos resultados si se configuran para compensar los beneficios esperados.¹⁶

Una cuestión importante, es si el beneficio esperado se incluye o no en un programa de compensación. Si el beneficio esperado no se incluye en los modelos de compensación, existe el riesgo de que el tipo de interés que se ofrece al consumidor necesite contener un margen para considerar la pérdida potencial en el beneficio esperado. Así, el consumidor pagaría por adelantado el beneficio esperado. Una solución podría ser aplicar el principio de indemnización para mantener el rendimiento al beneficio esperado. Esto requiere que la estructura de costes de la entidad de crédito quede claramente identificada, algo que resulta problemático en la práctica europea ya que los datos sobre amortización anticipada no se suelen compartir, en caso de recopilarse.¹⁷ Como consecuencia, por razones prácticas, debería apoyarse la opción de una indemnización pagadera de una sola

¹² Por ejemplo, España, Portugal e Italia.

¹³ En algunos países europeos se permiten comisiones por pérdida de intereses esperados a través de comisiones por amortización anticipada en préstamos a tipo variable, que conllevan escasas o ninguna pérdida de reinversión.

¹⁴ Utilizado en Países Bajos, Alemania (una de las dos opciones), e implícitamente en Dinamarca.

¹⁵ Irlanda, Alemania (segunda opción) y Suecia.

¹⁶ En Alemania, ambos métodos conducen a los mismos resultados debido a las correcciones realizadas para el beneficio esperado.

¹⁷ La mayoría de las entidades de crédito europeas no cuentan con datos sobre el prepago por el motivo por el que se efectúa (cambio de vivienda, refinanciación, cambio de producto, fallecimiento del prestatario, etc.) Los modelos de prepago basados en las tendencias de los tipos de interés o en estadísticas sobre los movimientos migratorios de la población obvian variables importantes, algo que produce distorsiones y previsiones incompletas.

vez que cubra los beneficios esperados.¹⁸ Esto puede no coincidir con la pérdida real de la entidad de crédito. Debe tenerse en cuenta que el componente de beneficio esperado parece injustificado en caso de que el prestatario refinancie con la misma entidad, puesto que no se incurriría en pérdida económica alguna.

En la práctica, la mayor parte de la compensación es una indemnización asimétrica por mantener el rendimiento, es decir la compensación solo es pagadera a la entidad de crédito y no al consumidor. Esto se debe a la primacía del concepto legal de indemnización, que prohíbe los pagos negativos (de la entidad de crédito al consumidor).

Considerando estos asuntos, y suponiendo que se adopta un modelo de compensación, la mayoría de los miembros del MFEG considera que debe cubrir todas las pérdidas relevantes de la entidad de crédito, incluidos los costes de administración, las pérdidas de reinversión y los beneficios esperados. Este aspecto es importante para garantizar la oferta de préstamos de bajo coste.

Algunos miembros son de la opinión de que la compensación para todos los tipos de préstamos, ya sean fijos o variables, solo debería cubrir las pérdidas de reinversión y los costes de administración y, por tanto, no debería cubrir los beneficios esperados. Esto contribuiría a crear un nivel de compensación equitativo entre distintas modalidades de préstamos. Aquellos que apoyan esta opción argumentan que la conservación de la estructura de financiación sin opción de rescate del bono (*non-callable*), como es el caso del *Pfandbrief*, no requiere necesariamente la cobertura del beneficio esperado.

Otros miembros consideran que solamente debería cubrir el beneficio esperado. En los mercados de capitales operativos eficientes, el riesgo de reinversión puede traspasarse a los inversores o cubrirse. Por el contrario, el beneficio esperado no puede traspasarse y por tanto, la entidad de crédito o gestora tendrá que protegerse frente a una pérdida potencial.

Algunos miembros consideran que la pérdida y beneficio de reinversión de la entidad de crédito debería tratarse de forma simétrica y que en caso de beneficio, deberían efectuarse pagos al consumidor.

3.1.2.4. Límites o exenciones impuestas a las comisiones por amortización anticipada.

Tanto la compensación por amortización anticipada como las comisiones están normalmente sujetas a límites o *caps*. Sin embargo, existen algunas excepciones.¹⁹

Aunque la mayoría de los miembros del MEFG es contraria al establecimiento de un límite o *cap* a la compensación o comisión por amortización anticipada, una minoría considera que para evitar niveles extremos de comisiones o compensaciones, un *cap* lo suficientemente amplio podría imponerse sin crear distorsiones, siempre que no se impongan mayores limitaciones.

¹⁸ Por ejemplo, en España, la indemnización para los préstamos variables que no implican pérdidas de reinversión para la entidad de crédito está limitada al 1%.

¹⁹ En los productos *non-callable* (sin opción de prepago mediante rescate del bono) daneses o los préstamos con un periodo inicial a tipo fijo de Irlanda, en los que el periodo a tipo fijo está limitado por el mercado a algunos años, algo que impone un límite bajo a la indemnización por mantenimiento del rendimiento. Parece ser que Portugal es el único caso donde se permiten las comisiones sin límites.

Podría argumentarse que los *caps* o exenciones podrían aplicarse en situaciones financieras de "circunstancias personales imprevistas" (o *hardship*, en inglés), como divorcio, fallecimiento o desempleo, para aliviar así la carga de los consumidores. No obstante, en algunos casos los *caps* se aplican con mayor frecuencia, por ejemplo, en la compraventa de viviendas y consiguientes mudanzas. Esta extensión es cuestionable, puesto que estas actividades se basan en decisiones económicas que deliberadamente toma el consumidor, como pueden ser decisiones relativas a cambio de trabajo, y la intervención (*cap*) equivale a un subsidio financiero de movilidad. En general, las definiciones de circunstancias personales imprevistas financieras son arbitrarias. Puede surgir una situación similar (circunstancia personal imprevista) si se produce un acusado impacto de los tipos en un contrato a tipo variable, en los que generalmente no existen *caps* o exenciones en Europa. Tales asuntos deben tratarse a través de un régimen de ejecución razonable.

La mayoría de los miembros del MFEG considera que los *caps* o exenciones no deberían imponerse. Incluso en situaciones de "circunstancias personales imprevistas" suponen una distorsión, y estos casos deberían tratarse en el ámbito de los respectivos regímenes de morosidad/ejecución forzosa. Una minoría de los miembros del MFEG considera, no obstante, que los *caps* o exenciones en casos de "circunstancias personales imprevistas" no suponen una distorsión y, por ello, apoya su utilización en casos de dificultades económicas.

Recomendaciones:

El MFEG acuerda que:

- la amortización anticipada supone un coste para la entidad de crédito al que se puede hacer frente a través del tipo de interés, de una compensación variable o de una comisión predeterminada; por tanto, la amortización anticipada no debe considerarse como un derecho incondicional (gratuito).
- la fórmula de compensación debe establecerse claramente y ser transparente y fácilmente comprensible para el consumidor;
- las comisiones por amortización anticipada no deben limitarse con ninguna otra restricción, ya sea en forma de casos de "circunstancias personales imprevistas" o *hardship* o a través de la imposición de *caps* o exenciones de pago.
- las entidades de crédito y los inversores deben desarrollar modelos de amortización anticipada para valorar mejor la opción de amortización anticipada y reducir así sus costes para satisfacer la demanda de los consumidores de una opción de amortización anticipada menos costosa. Para ello, las entidades de crédito deberían asegurar que existe información sobre la amortización anticipada.

3.2 Valoración de inmuebles

3.2.1. Contexto

El indicador más fácilmente comprensible de la calidad de la garantía en varios mecanismos de refinanciación y en la concesión de créditos hipotecarios es una valoración del inmueble fiable y actualizada.

La valoración del inmueble incide en la refinanciación del préstamo hipotecario de cuatro formas:

- Supervisión bancaria: la ponderación preferencial del riesgo de los préstamos hipotecarios con arreglo a la Directiva de Requisitos de Capital (DRC)²⁰ exige una valoración coherente del inmueble para definir la parte del préstamo que es elegible para otorgarle un tratamiento preferencial. Las disposiciones de la DRC son consideradas factores clave para la convergencia en la valoración de inmuebles y la creación de sistemas de valoraciones profesionales. El nuevo régimen creará la necesidad de revalorar el inmueble para el cálculo exacto de la ponderación de riesgo.
- Refinanciación con bonos garantizados: La valoración coherente del inmueble y las ratios *loan-to-value (LTV)* son unos de los criterios fundamentales de elegibilidad para que los activos hipotecarios se acepten como activos de cobertura en la refinanciación con bonos garantizados. Las normativas nacionales en materia de bonos garantizados se refieren a la tasación inmobiliaria como un criterio fundamental para la seguridad del bono garantizado. En la mayoría de los casos, la tasación inmobiliaria para los bonos garantizados se basa en el valor hipotecario o en un valor de mercado prudente.
- Operaciones con *RMBS*: la ratio *LTV* es un componente importante de la titulización hipotecaria. Toda calificación de las operaciones con *RMBS* requiere la valoración de los activos hipotecarios que se titulan. La legislación sobre *RMBS*, donde existe, no establece requisitos específicos de ratios de *LTV* o de valoración. Para las operaciones con *RMBS*, las agencias de *rating* normalmente toman la valoración disponible y la recalibran para sus fines analíticos.
- Venta total o parcial de carteras de préstamos (*whole loan sale*): La venta de carteras de préstamos hipotecarios y el *trading* de las mismas depende de las normas de valoración y de las tradiciones en materia de valoración y de técnicas cluster. Esto es particularmente importante cuando se consideran transacciones transfronterizas.

En el ámbito de los Estados miembros, la valoración de inmuebles se caracteriza por una gran diversidad en cuanto a las normas de tasación y a la tradición. Los enfoques de valoración pueden dividirse en Valor de Mercado o Crédito Hipotecario/Valor Normalizado. Se aplican distintas metodologías en ambos enfoques: Método de Renta Personal; Método del Coste de Sustitución, o Método Comparativo. Las metodologías reflejan las tradiciones nacionales e incluso las del mercado local y por ello, difieren de un país a otro. El valor normalizado y el valor de crédito hipotecario normalmente consisten en la deducción del valor de mercado para extraer la volatilidad (e.j. Alemania – Valor para Crédito Hipotecario) o para reflejar el valor de ejecución (e.j. Países Bajos – Valor Normalizado).

En algunos Estados miembros (por ejemplo, Alemania y España), la tasación inmobiliaria y la profesión del tasador están regulados por normas vinculantes, esto es, leyes o regulación. En otros Estados miembros (por ejemplo, Reino Unido), las normas de tasación las establece la propia profesión sin ninguna vinculación con las autoridades. Por último, en algunos países no existen ni normas jurídicas ni auto-

²⁰ La Directiva de Requisitos de Capital comprende la Directiva 2006/48/CE y la 2006/49/CE; La Directiva 2006/48/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito, DOUE L 177 de 30 de junio de 2006, p.1-200 y Directiva 2006/49/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2006 sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y de las entidades de crédito.

regulación. En varios Estados miembros la propia profesión de tasador no está regulada. Por ello, la profesión fija las normas para la formación y los requisitos profesionales de los tasadores de cara a definir un conjunto coherente de principios de mejores prácticas.

3.2.2 Debate

La DRC crea el marco, pero no existe un compendio exhaustivo de normas de tasación inmobiliaria en el ámbito europeo. La legislación europea solo trata de cuestiones relacionadas con la tasación en aspectos específicos como la regulación de las compañías aseguradoras o las normas sobre información financiera. Cuando un inmueble extranjero se utiliza como garantía de un instrumento de financiación, el grado en el que la tasación cumple con la regulación nacional puede ser un aspecto crítico. Sin una tasación fiable, podrían considerarse los instrumentos de refinanciación hipotecaria como no garantizados y por ello, bastante más caros.

En aquellos Estados donde existe una normativa nacional, debe asegurarse que las valoraciones extranjeras cumplen con las normas del país de origen de la entidad de crédito mediante la transposición al ordenamiento jurídico nacional. Como alternativa, la entidad de crédito podrá reconocer la legislación del país de acogida o solicitar la aplicación de los estándares de tasación europeos/internacionales.

Las normas europeas, que tratan las definiciones comunes de un número determinado de términos técnicos básicos como valor de mercado, valor hipotecario, etc., deben aplicarse a los principios de valoración para garantizar la transparencia. Una norma europea también debe incluir requisitos relativos al enfoque de tasación y el contenido del informe de tasación. El MFEG sugiere que el TEGoVA o cualquier otro organismo internacional tome la iniciativa en este ejercicio.

La convergencia de los métodos de tasación no parece apropiada, ya que la metodología de valoración se basa en las normas nacionales y las especificaciones del mercado inmobiliario nacional. Debe existir el reconocimiento mutuo de la elección del método de valoración y de su aplicación por parte de las entidades de crédito y de los Estados miembros, para evitar el informe de valores inmobiliarios incorrectos que pudieran poner en riesgo la posición de las entidades de crédito.

Los aspectos mencionados anteriormente también son de aplicación a los requisitos profesionales y a la cualificación de los tasadores, especialmente en las operaciones transfronterizas. En ausencia de tasadores certificados en países extranjeros, es importante que la tasación realizada por un tasador extranjero pueda ser fiable o que puedan ser utilizadas por tasadores nacionales. La convergencia a través de estándares comunes guiados por el mercado debe lograrse en el ámbito de la cualificación profesional de los tasadores inmobiliarios. El mismo enfoque debe adoptarse con respecto a los requisitos relativos a la experiencia y formación profesional.

Una evolución relacionada con los procedimientos de valoración es el desarrollo de sistemas de valoración automatizada. Estos sistemas también deben estar reconocidos o acreditados por organismos pertinentes. Para que estos sistemas funcionen correctamente, es necesario que se pongan en práctica muchos de los aspectos apuntados anteriormente relativos a la claridad de los principios de tasación y de la disponibilidad de valoraciones profesionales independientes. Además, es necesaria una importante base de datos de valoraciones inmobiliarias para alcanzar los niveles de confianza apropiados. Sin una serie importante de

valoraciones físicas, no es posible determinar la fiabilidad estadística necesaria para obtener valoraciones automatizadas fiables.

Entre las ventajas de un sistema de valoración automatizada se encuentra una indexación más exacta de los inmuebles para facilitar el informe posterior a la emisión, una mejor valoración del riesgo del *LTV* actual y la eliminación de la limitación de capacidad que puede imponer la introducción de las cualificaciones de los tasadores en los mercados en las que no se han aplicado antes. Los sistemas automatizados son especialmente importantes cuando los activos con un periodo más largo de vencimiento deben incluirse como colateral, especialmente en regiones en las que se ha producido un aumento elevado del precio de la vivienda. Los sistemas de valoración automatizada también están enfocados para cumplir los requisitos de DRC para las valoraciones inmobiliarias actualizadas. Por ello es importante establecer los criterios para el reconocimiento de los sistemas de valoración automatizada para garantizar que las valoraciones obtenidas estadísticamente estén basadas en una base amplia y fiable.

Recomendaciones

El MFEG recomienda que la convergencia en los principios de valoración y en los requisitos profesionales se alcance a través de una Recomendación, en vez de a través de regulación europea vinculante.

El MFEG recomienda una mayor claridad de los métodos de valoración y el desarrollo de definiciones comunes de términos técnicos básicos para conseguir la transparencia.

El MFEG recomienda que se adopten estándares comunes para la cualificación profesional de los tasadores inmobiliarios.

3.3 Registro de la Propiedad

3.3.1. Contexto

Los procedimientos para la constitución y el registro de la hipoteca pueden afectar a la evolución de los mercados de refinanciación hipotecaria de Europa de varias formas:

La aparición del mercado secundario europeo puede determinarse por la transferencia de hipotecas de una entidad a otra. En algunos Estados miembros, la transferencia de hipotecas está condicionada, entre otros aspectos, al registro de una nueva escritura de hipoteca. Los costosos e ineficaces procedimientos de registro constituyen, por tanto, una barrera potencial para el surgimiento de un mercado secundario.

El desarrollo de operaciones de refinanciación transfronterizas está normalmente ligado al campo de actuación de las entidades nacionales y extranjeras. Un indicador del escaso nivel de actuación son los registros hipotecarios, a los que solo tienen acceso las entidades de crédito nacionales o la oferta de servicios distintos para entidades nacionales y extranjeras.

Para identificar barreras concretas a la evolución de los mercados de refinanciación en Europa relacionados con los procesos de constitución y registro de la hipoteca, el

MFEG ha elaborado el marcador del EBIC (véase Tabla 2). Las observaciones del MFEG son las siguientes:

- En tres de los Estados miembros objeto del estudio (Dinamarca, Irlanda y Polonia), la transferencia de la garantía a una nueva entidad de crédito requeriría del registro de una nueva escritura de hipoteca. Las partes involucradas en el proceso de registro incurrirían en costes de transferencia, es decir, costes de registro y de administración. Esto puede considerarse un obstáculo para tales transferencias. Además, en algunos Estados miembros, una verdadera venta de carteras de préstamos requeriría la conformidad de cada uno de los prestatarios representados en la cartera, algo que se suma a la complejidad de los procedimientos administrativos.
- Los registros de seis de los Estados miembros estudiados (Dinamarca, Alemania, Italia, Hungría, Portugal y Suecia) no son accesibles desde otro país. En algunos de ellos, esto se debe a que así lo establece la legislación o las normas impuestas por las autoridades, aunque en otros Estados miembros se trata de una mera cuestión técnica.
- En la gran mayoría de los Estados miembros, existen registros hipotecarios electrónicos. Sin embargo, solo en la mitad de los Estados miembros es posible el acceso *on-line* a los registros. El registro *on-line* facilitaría las transacciones de crédito transfronterizas y las transacciones de refinanciación transfronterizas.
- En cinco de los Estados miembros, (Bélgica, España, Francia, Portugal y Suecia), existen las hipotecas no registradas y las cargas ocultas. El ámbito y dimensión de estas cargas es incierto. No obstante, si su utilización está extendida podría constituir una fuente de inseguridad para los inversores.
- El tiempo necesario para la constitución y el registro de la hipoteca se sitúa normalmente entre los quince y treinta días, siendo el máximo dos meses. Los costes totales de constitución y registro se sitúan entre el uno y el dos por ciento del préstamo. El máximo es el seis por ciento.

3.3.2. Debate

La transferencia de la garantía a la nueva entidad acreedora es un paso necesario en las operaciones de mercado secundario, si tales operaciones toman la forma de una verdadera venta (*true sale*) del préstamo a diferencia de una estructura sintética.

Lo ideal sería que la transferencia de la garantía a la nueva entidad acreedora fuera un proceso puramente judicial que no suponga para las partes de la operación costes adicionales o cargas administrativas innecesarias.

Los Estados miembros en los que es necesario el registro de una nueva escritura hipotecaria para completar la transferencia de la garantía a la nueva entidad acreedora exponen a las partes al pago de gastos registrales para cada préstamo en la cartera que se transfiere y a procesos administrativos largos por motivos que aparentemente son de naturaleza fiscal. La carga de tales trámites puede disuadir de realizar operaciones transfronterizas.

De manera similar, los Estados miembros en los que es necesario el consentimiento de cada prestatario representado en la cartera de préstamos que se transfiere, se

expone a las partes a cargas administrativas innecesarias y a incertidumbres con respecto al tamaño y al plazo de la operación. Es decir, puede que los prestatarios no estén dispuestos a dar su consentimiento o puede que no respondan dentro del plazo establecido. El MEFG considera que el consentimiento de los prestatarios solo debería ser requerido si en el proceso de la operación se modifican las condiciones de los préstamos incluidos en la cartera en detrimento del prestatario.

El acceso a registros hipotecarios de otros países puede verse obstaculizado por la existencia de registros parcialmente manuales o de múltiples registros en una sola jurisdicción. La consecuencia de tales obstáculos puede ser la ausencia de un campo de actuación adecuado en perjuicio de las entidades de crédito que participan en operaciones de refinanciación transfronterizas. El MEFG considera que debe otorgarse prioridad a la existencia de un mercado justo para la actividad crediticia transfronteriza.

Basándose en la experiencia de la comercialización de títulos en el mercado secundario, queda claro que la migración total a los registros de propiedad e hipotecarios electrónicos y centralizados es el paso más importante que ha de darse para fomentar los servicios transfronterizos y un mercado justo. Estos registros electrónicos y centralizados también eliminarán algunos riesgos relacionados con los documentos, ya sean nominativos o al portador.

Recomendación

La Comisión debe garantizar que las carteras de préstamos hipotecarios puedan transferirse a la nueva entidad acreedora en todos los Estados miembros sin ser necesario el registro de una nueva escritura de hipoteca para cada préstamo de la cartera transferida. Además, la Comisión debe garantizar que la transferencia de un préstamo hipotecario no está sujeta al consentimiento del prestatario si las condiciones del préstamo no se modifican suponiendo un perjuicio para el prestatario.

La Comisión debe garantizar el acceso equitativo a los registros hipotecarios en todos los Estados miembros para las entidades de crédito nacionales y extranjeras, creándose así un mercado justo. A este respecto, también debe fomentarse el desarrollo de registros electrónicos y centralizados.

Para mejorar la transparencia, la Comisión debe recomendar la eliminación de las cargas ocultas y los derechos preferentes.

Tabla 2: Registro en Estados miembros de la UE

Registro	Resultados	BE	DK	DE	GR	ES	FR	HU	IE	IT	NL	AT	PL	PT	FI	SE	UK
Capacidad de transferir la garantía a la nueva entidad acreedora	11/16	SI	NO	SI	SI	SI	SI	NO	NO	SI	SI	SI	NO	SI	SI	SI	NO
Registro electrónico	14/16	SI	SI	SI	SI	SI	NO	SI	SI	SI	SI	SI	SI	NO	SI	SI	SI
Registro con acceso transfronterizo	10/16	SI	NO	NO	SI	SI	SI	NO	SI	NO	SI	SI	SI	NO	SI	NO	SI
Registro con acceso on-line	9/16	NO	SI	SI	NO	NO	NO	SI	SI	SI	SI	SI	NO	NO	/	SI	SI
Periodo medio necesario para la constitución y registro (desde la solicitud hasta el registro)	media: 15-30 días; Máximo: 2 meses.	1-15 días	máximo 10 días	7 días a 4 semanas	5-14 días	1-15 días	1 mes	semanas	4-8 semanas	30-40 días	1-15 días	4 semanas	6 semanas	2 semanas a 2 meses	Algunos días a algunos meses	Algunos días a algunas semanas	25 días
Costes totales de constitución y registro, incluidos impuestos, para un préstamo de 100000 €	Media: 1-2%; Máximo: 6%	2702 € (2,7%)	2080 € (2,1%)	530€ (0,5%)	6000€ (6%)	1900€ (1,9%)	2206€ (2,2%)	46 € (,05%)	1400€ (1,4%)	<268€ (0,3%)	340-850 (0,3 - 0,9%)	1300 (1,3%)	150 (0,2%)	/	/	1500 (1,5%)	2165 (2,2%)

3.4. Ejecución

3.4.1. Contexto

Los plazos de ejecución prolongados y desiguales entre los Estados miembros generan incertidumbre, tanto para inversores como para entidades de crédito, y en última instancia representan un aumento del coste para el consumidor. En determinados casos, este hecho desanima a que las entidades de crédito entren en otro país, lo que limita la elección del consumidor. Es más, las importantes diferencias existentes entre los Estados miembros en cuanto a la eficiencia de los procedimientos de ejecución añaden complejidad a la valoración del riesgo de las carteras de préstamos de otros países.

Basándose en los resultados obtenidos por el Comité Europeo del Sector Bancario (European Banking Industry Committee – EBIC), el MFEG ha observado que:

- La duración del proceso completo de ejecución se sitúa entre los dos meses y los siete años. El tiempo necesario para los procedimientos de inspección judicial varía del mes a los dos años, mientras que la duración del consiguiente proceso de venta puede prolongarse hasta los siete años.
- Los costes totales derivados del proceso de ejecución completo varían del 3 por ciento al 19 por ciento de la deuda viva²¹.

3.4.2. Debate

Un sistema de ejecución que funcione correctamente, normalmente contribuirá a la reducción de los costes de refinanciación y servirá de apoyo para el crédito a segmentos *sub prime*. Por tanto, resulta beneficioso tanto para las entidades de crédito como para los prestatarios. No obstante, los costes de ejecución a alto nivel requerirán de ajustes a la baja del valor de crédito hipotecario del inmueble que sirve de garantía. El MFEG está a favor de la existencia de procedimientos de ejecución de bajo coste, transparentes y eficientes.

De los datos del EBIC se desprende que los procedimientos de ejecución son eficientes y transparentes en la mayoría de los Estados miembros, aunque en algunos de ellos existen lagunas importantes.

Las lagunas relativas a la transparencia y a la eficiencia pueden tener un efecto adverso en las operaciones transfronterizas de refinanciación. Estas lagunas implican que parámetros de riesgo como la pérdida en caso de incumplimiento o severidad (*Loss Given Default – LGD*) y la probabilidad del pago oportuno no serán homogéneos para todos los activos incluidos en un *pool* transfronterizo de activos hipotecarios. La complejidad del *pool* aumentará aún más si es dinámico y no está limitada en el *pool* la parte de activos hipotecarios de las jurisdicciones menos transparentes y eficientes. Debido a esta complejidad, los inversores solicitarán una prima o incluso se abstendrán de invertir en *pools* de activos hipotecarios transfronterizos.

²¹ Las diferencias en los costes de ejecución pueden ser aún mayores, ya que en esta materia solo existen estudios de nueve Estados miembros.

Recomendación

La Comisión debe realizar un estudio en todos los Estados miembros para determinar cuáles son las mejores prácticas para los procedimientos de ejecución y elaborar un "marcador" para fomentar la convergencia hacia las mejores prácticas. Debe establecerse como principal objetivo la duración de los procedimientos legales de ejecución.

Tabla 3: Ejecución en los Estados miembros de la UE (Fuente: EBIC)

Ejecución	Resultado	BE	DK	DE	GR	ES	FR	IE	HU	IT	NL	AT	PL	PT	FI	SE	UK
La escritura de hipoteca es ejecutoria por naturaleza	8/16	SI	/	Si	Si	Si	Si	/	No	Si	Si	/	/	SI	/	/	/
La escritura de hipoteca debe hacerse ejecutoria mediante decisión judicial	8/16	/	Si	/	/	/	/	Si	Si	/	/	Si	SI	/	SI	SI	SI
La ejecución es un mero procedimiento formal	12/16	SI	Si	Si	Si	Si	Si	/	Si	Si	Si	Si	SI	SI	/	/	/
El tribunal vuelve a estudiar el caso	4/16	/	/	/	/	/	/	Si	/	/	/	/	/	/	SI	SI	SI
Tiempo necesario para este procedimiento	Media: 6-12 meses. Máximo: 18 meses	1 mes	6 meses	/	3-10 mees	6-8 meses	6-8 meses	18-24 meses	1 mes	6 -12 meses	3-6 meses	1-6 meses	/	12-18 meses	1 año	6-12 meses	6-12 meses
Duración del proceso de venta	Media 6-12 meses, Máximo: 7 años	Máximo 6 meses	/	6-12 meses	8-18 meses	3-6 meses	8-18 meses	/	45 días + 3 meses	5- 7 años	3-6 meses	3-6 meses	/	/	/	2-4 meses	8-12 meses
Tiempo necesario para pagar a los acreedores		3-4 meses	4 semanas	2 meses	Hasta 2 años	3meses	7 meses	4- 6 semanas	1mes	/	4-8 semanas	6-10 meses	/	/	5-6 semanas	4 semanas	4-6 semanas
Duración normal del proceso completo de ejecución	Media 6-12 meses, Máximo: 7 años	18 meses	6 meses	12 meses	3 meses	7-9 meses	15-25 meses	11-13 meses	6 meses	5- 7 años	6 meses	6 meses	/	18-30 meses	2-3 meses	4-6 meses	8-12 meses
Existencia de cargas ocultas o preferentes	5/15	Si	No	No	No	Si	Si	no	no	No	No	No	No	Si	NO	Si	No
Coste medio de la ejecución para un préstamo de 100.000€		187.000 €	/	/	16% del precio de venta	4.250 €	7.000 €	3.000 € - 5.000 €	1.000 €	/	3.000 € - 5.000 €	/	/	/	/	5.000 €	2.588-6.975 €

3.5 Protección de datos

La Directiva 95/46/CE relativa a la Protección de Datos Personales protege a los consumidores frente al tratamiento inapropiado de información personal a terceros sin consentimiento por parte del consumidor. Los prestatarios de préstamos hipotecarios son personas físicas y, por ello, el tratamiento de sus datos está sujeto a lo establecido en la citada Directiva²². La Directiva establece que *“los datos personales solamente podrán tratarse cuando: (a) el interesado haya dado su consentimiento explícito (...)”*

Este requisito representa varios problemas con respecto a la refinanciación hipotecaria: la necesidad de evaluaciones crediticias; costes administrativos adicionales, incluida la necesidad del consentimiento del prestatario; y la necesidad de transparencia en la información al inversor.

En primer lugar, la información necesaria para que los bancos realicen evaluaciones crediticias no puede compartirse con otras entidades de crédito hipotecario en algunas jurisdicciones. La denominada “información negativa” (el número e importe de impagos por parte del prestatario, morosidad, procesos judiciales por deudas, etc) normalmente es incompleta o difícilmente compartible en algunas jurisdicciones. Solamente en algunos mercados la “información positiva” (deudas pendientes del prestatario, etc.) se puede compartir, pero solo en cierto grado. Este hecho obliga a los bancos a basarse en información incompleta o inexacta a la hora de valorar la capacidad crediticia del prestatario (lo que resulta en la denegación de una solicitud de préstamo que se ha basado en datos incompletos y, por tanto, limita la elección del consumidor; o en que la entidad carga un interés más elevado para compensar el riesgo desconocido).

En segundo lugar, los requisitos relativos a la protección de datos suponen costes administrativos elevados. Por ejemplo, en Alemania, los contratos de fideicomiso (*trustee agreements*) incluyen determinadas cláusulas relativas a la protección de datos y es necesario que los revise el regulador bancario, BaFIN, antes de que una gestora pueda realizar las debidas diligencias sobre una cartera. Es más, el requisito de contar con el consentimiento del interesado para la obtención de los datos será importante en una operación de refinanciación, incluida la venta total o parcial de los préstamos, en la que la gestión de los activos se transfiere a un tercero (voluntaria o como resultado de la quiebra del emisor). La necesidad de contar con el consentimiento del prestatario se ha implementado de manera distinta en los Estados miembros: en algunos es necesaria la autorización explícita del interesado, mientras que en otros es suficiente el consentimiento tácito seguido de una notificación con los datos. (Véase apartado 4.3 para más información).

Por último, los inversores de *RMBS* necesitan información detallada previa y del comportamiento del *pool* (selección del producto hipotecario, detalles de la información crediticia del prestatario, localización de la zona, condiciones de pago, ratios *LTV*, situación del inmueble, ratio de endeudamiento).

En la actualidad, para cualquier inversor en Europa resulta imposible analizar las características del crédito, el comportamiento crediticio y la amortización anticipada préstamo por préstamo como sucede en otras jurisdicciones, p. eje. EEUU. Esto se debe a la amplia definición de “datos personales” y a la resultante incertidumbre respecto de lo que ha de considerarse como “datos personales”. En la práctica, casi

²² Según la Directiva relativa a la Protección de Datos Personales “datos personales” significa “toda información sobre una persona física identificada o identificable (el «interesado»); se considerará identificable toda persona cuya identidad pueda determinarse, directa o indirectamente, en particular mediante un número de identificación o uno o varios elementos específicos, característicos de su identidad física, fisiológica, psíquica, económica, cultural o social”.

cualquier dato, a excepción del nombre del prestatario y dirección, es susceptible de considerarse "personal". En la actualidad, los emisores de *RMBS* ofrecen datos agregados del *pool* en vez de los préstamos individuales. Esta carencia de detalles, disuade a los inversores de la compra de *RMBS*, lo que implica un aumento de los costes debido a la incertidumbre. En tanto en cuanto no haya certeza sobre qué información se considera o no "datos personales", no es posible ofrecer a los inversores información individual de los préstamos en carteras de *RMBS*.

Recomendaciones

El MFEG recomienda que se permita la transferencia de datos personales entre entidades originadoras y terceros, incluidos entidades de crédito y gestoras, que tengan razones profesionales legítimas para examinar los datos. El receptor debe, no obstante, tratar la información con confidencialidad.

El MFEG recomienda que se permita revelar los datos personales, excepto el nombre y dirección del prestatario, a los inversores con el fin de que puedan tomar decisiones de inversión.

4. ASPECTOS RELATIVOS AL MERCADO SECUNDARIO

4.1. Bonos garantizados

Los bonos garantizados son instrumentos de deuda garantizados por un *pool* de activos elegibles, como son los préstamos hipotecarios (con garantía inmobiliaria) o deuda pública, ante los cuales los inversores tienen una posición preferencial en caso de impago. Mientras que la naturaleza de este derecho preferente, al igual que otras características de seguridad (elegibilidad de los activos y cobertura, protección en caso de quiebra y regulación) depende del marco específico en el que se emite un bono garantizado, el aspecto común a todos los bonos garantizados es la seguridad.

Cada vez se utilizan más los bonos garantizados en el mercado como instrumentos de refinanciación –además de los depósitos de ahorros, activos hipotecarios titulizados, la venta de carteras de préstamos, etc-. Las entidades de crédito los emiten para financiar sus carteras de préstamos. La emisión de bonos garantizados permite a las entidades de crédito obtener financiación a costes de refinanciación bajos para la concesión de préstamos vivienda y para inmuebles no residenciales, en algunos países también para financiar deuda pública. El inversor de la cartera cuenta con la ventaja de invertir en bonos seguros con un rendimiento relativamente alto. Por ello, los bonos garantizados desempeñan un papel muy importante en el sistema financiero.

4.1.1. Contexto

La Directiva sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM)²³, en su Artículo 22(4) define el tratamiento privilegiado de los bonos garantizados no estructurados (es decir aquellos que se rigen por legislación específica) en distintas áreas de la regulación europea del mercado financiero. En resumen, el Artículo 22 (4) establece los siguientes requisitos:

²³ Directiva 85/611/ CEE de 20 de diciembre de 1985 por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM). DOUE L 375, 31.12.1985, p. 3

- El emisor del bono garantizado ha de ser una entidad de crédito;
- La emisión de bonos garantizado se registrará por un marco legal especial;
- Las instituciones emisoras estarán sujetas a la supervisión pública especial;
- El conjunto de activos elegibles se definirá por ley;
- El *pool* de activos garantizados ofrecerá la suficiente garantía como cobertura los derechos del tenedor durante todo el plazo del bono garantizado;
- Y los tenedores tienen derecho preferente sobre el *pool* de activos garantizados en caso de impago del emisor.

La ventajosa posición legal de los bonos garantizados no estructurados ha resultado en una posición por la cual un OICVM puede invertir hasta el 25% (en lugar del 5% máximo) de sus activos en bonos garantizados de un solo emisor que cumpla los requisitos del Artículo 22 (4).

Otra característica de la regulación de los bonos garantizados en el ámbito de la UE es la nueva Directiva de Requisitos de Capital (DRC). En la DRC²⁴ se establece un tratamiento especial para los bonos garantizados no estructurados con arreglo al cual, los bonos garantizados cuentan con una ponderación del riesgo especial solo si cumple los siguientes requisitos: cumplen los requisitos del Artículo 22 (4) de la Directiva 85/611/CEE; los *pools* de activos que garantizan los bonos deben estar constituidos solamente por activos de un tipo y calidad específicamente definidos; y los emisores de bonos garantizados respaldados por préstamos hipotecarios deben cumplir ciertos requisitos relativos a la valoración del inmueble hipotecado y al control.

La definición de bono garantizado recogida en la DRC se estableció por motivos de supervisión, y por ello no coincide necesariamente con la definición del mercado de bono garantizado. El futuro mostrará si la definición recogida en la DRC es una base suficiente para establecer estándares a largo plazo para el mercado europeo de bonos garantizados, o si los nuevos instrumentos y mercados irán más allá de esos límites.

4.1.2 Debate

EL MFEG ha identificado varias mejoras potenciales a determinados aspectos de los bonos garantizados que supondrían beneficios tanto para los consumidores, como para las entidades de crédito e inversores.

4.1.2.1. Transferencia de préstamos

La capacidad para obtener la transferencia eficiente de la garantía en el mercado secundario facilitaría la creación de carteras con garantías diversificadas geográficamente.

Los obstáculos relativos a los mercados primarios que hemos identificado en el presente informe (registro de la propiedad, protección de datos y amortización anticipada) también impedirían la creación de *pools* garantizados transfronterizos.

4.1.2.2. Limitaciones de los instrumentos de garantía

La legislación en materia de bonos garantizados en los distintos países de la UE impone limitaciones específicas sobre el tipo de activos que pueden servir como garantía elegible en los *pools* garantizados. En algunos Estados miembros, las hipotecas sobre inmuebles situados en el extranjero no se consideran activos

²⁴ DRC, anexo VI, párrafos 68 a 71.

elegibles. Estas exclusiones limitan la capacidad de los emisores para diversificar sus *pools* garantizados en términos de tipos de garantía. Algunos miembros señalaron que las limitaciones impuestas actúan como un mecanismo de protección para los inversores y, por ello, están justificadas.

4.1.2.3 Fiscalidad

Los asuntos fiscales relacionados con la transferencia de carteras, así como los flujos de interés derivados de ella representan claramente una barrera a la transferencia o refinanciación de carteras transfronteriza. Por ejemplo, existe riesgo de doble tributación en determinadas circunstancias al transferir carteras de préstamos entre Estados miembros.

Recomendaciones

El MFEG recomienda que los Estados miembros que aún no cuentan con legislación en materia de bonos garantizados para todas las entidades de crédito hipotecario consideren introducirla.

El MFEG recomienda que los préstamos hipotecarios extranjeros se acepten como activos elegibles en los *pools* garantizados. Cualquier modificación en la base de los activos elegibles debe realizarse de manera que garantice una elevada calidad crediticia dentro de los marcos jurídicos de emisión de bonos garantizados europeos.

El MFEG recomienda incluir los asuntos fiscales de la constitución y venta transfronteriza de préstamos hipotecarios en el marco de las decisiones/discusiones sobre la política de armonización fiscal. Este asunto también debería considerarse en la renovación de tratados bilaterales.

4.2. Bonos de titulización hipotecaria (*Residential Mortgage Backed Securities –RMBS*)

Un bono de titulización hipotecaria, o *RMBS* en sus siglas en inglés, es un título emitido por una sociedad vehicular (o *SPV*, *Special Purpose Vehicle*) que está respaldado por un *pool* identificado de préstamos hipotecarios transferidos a dicha sociedad.

4.2.1. Contexto

El primer *RMBS* europeo se emitió en Reino Unido en el año 1985. Puesto que la titulización es una técnica de refinanciación relativamente reciente, la mayoría de los códigos civiles continentales no contemplan algunos aspectos técnicos importantes que son necesarios para la implementación de la operación y que se describen a continuación. En 1988, Francia fue el primer país que introdujo legislación sobre titulización, seguido de otros países²⁵.

En la actualidad, diez de los Estados miembros cuentan con alguna forma de legislación en materia de titulización. En la mayoría de los casos, no existe una única "ley de titulización", sino una serie de enmiendas a varios estatutos y regulaciones que se desarrollaron entorno a la política pública específica o a

²⁵ Bélgica (1990), España (1992), Italia y Portugal (1999), Grecia (2003), Alemania (Iniciativa *True Sale*, 2004), Luxemburgo (2004), Polonia (2004), Malta (2006).

intereses comerciales en cada país, en el momento en que se aprobaban las leyes sobre titulización. Por ejemplo, entre estas enmiendas se encuentra el cambio de artículos en los códigos concursales nacionales para aclarar la protección total de los activos; normas relativas a la notificación a los prestatarios tras la asignación; aspectos técnicos para la constitución de sociedades vehiculares de titulización (*SPVs*); normas relativas a las compañías que pueden recaudar pagos de los consumidores (bancos vs. no bancos); jurisdicción de los organismos reguladores relevantes (bancos vs. no bancos, reguladores en materia de títulos, agencias de protección de consumidores); consideraciones fiscales (de las sociedades *SPV*, IVA, retenciones, impuestos sobre documentos); la utilización de derivados para cubrir posiciones; etc.

Las estructuras y niveles de mejoras crediticias para cada *RMBS* vienen normalmente determinadas por fuerzas del mercado (emisores, agencias de *rating* e inversores) que son específicos de cada *pool* de activos. En la DRC no se trata directamente la regulación de las sociedades *SPV*. No obstante, contiene principios importantes como los del Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria – la Convergencia Internacional de las Medidas y Normas de Capital (conocido también como el nuevo Acuerdo de Basilea o Basilea II), el tratamiento del capital regulatorio de operaciones monetarias y de *RMBS* sintéticos, tanto desde la perspectiva del emisor como del inversor.

4.2.2. Debate

4.2.2.1. Falta de consistencia en los marcos legales nacionales

El volumen de emisión de *RMBS* ha sido importante tanto en países donde existe legislación en materia de titulización, como en los que no. No obstante, en varios países siguen existiendo importantes obstáculos derivados de unos marcos legales rígidos. En Reino Unido, donde no existe legislación de titulización, el volumen de emisiones ha alcanzado los 182 mil millones de € desde 2004 hasta la fecha -2006. Por su parte, el volumen de emisiones en España, donde si existe legislación al respecto, ha sido de 67,5 mil millones de € durante el mismo periodo. La ausencia de normas específicas en los códigos civiles continentales ha desanimado a los participantes del mercado a titular sus activos en esas jurisdicciones o les ha obligado a soportar mayores costes o a cargar con determinadas formalidades (utilizar sociedades extranjeras - *off-shore vehicles*-, notificar a los deudores, etc.). Puesto que muchos de los marcos vigentes están obsoletos o se aprobaron como reacción a una necesidad específica del sector nacional²⁶, en varios sistemas jurídicos no se pueden introducir algunas clases importantes de activos y estructuras de tal modo que son poco flexibles, limitando así el acceso a la refinanciación a través de *RMBS*.

El MFEG ha examinado y comparte los diez principios del European Securitization Forum para la integración en todos los marcos jurídicos de titulización nacionales actuales y futuros, de cara a mejorar la flexibilidad y ofrecer al menor coste posible financiación a la entidad que origina los activos al maximizar los intereses de inversión.

(1) Elegibilidad de activos financieros sin restricciones

Debería permitirse sin restricción alguna toda clase de préstamos hipotecarios presentes y futuros. La decisión sobre qué activos son elegibles para la titulización

²⁶ Puede encontrarse un ejemplo en Polonia, donde la Ley de Fondos de Inversión de 27 de mayo de 2004 incluye normas relativas a la titulización. La implementación práctica de estas normas han resultado en su mayoría en la titulización en el mercado polaco de préstamos no acumulativos.

debe tomarse a partir de la interacción de las fuerzas del mercado entre emisores e inversores, en vez de estar en manos de los gobiernos.

(2) Generación por entidades bancarias y no bancarias.

Las leyes de titulización no deben limitar o restringir el tipo de entidades originadoras que pueden titular activos ni deben requerírseles una licencia bancaria específica para originar.

(3) Flexibilidad de las sociedades vehiculares o *SPVs*

Las leyes de titulización no deben supeditar las *SPVs* a licencias específicas bancarias (o de otras instituciones financieras reguladas), registro, o requisitos mínimos de capital. La obtención de la titularidad de los activos o la recaudación de fondos por parte del *SPV* no deben estar sujetas a largos procesos nacionales reguladores de aprobación.

(4) Precisión legal de la venta, Transferencia, Leyes sobre identificación de activos e insolvencia/quiebra.

Las leyes sobre titulización y las relacionadas también deben permitir la transferencia e identificación, sin retrasos regulatorios innecesariamente prolongados, de los activos hipotecarios residenciales transferidos, incluidos los mezclados, al eliminarlos del ámbito jurídico de la entidad que origina los activos, de sus acreedores y administradores en caso de quiebra. Los Estados miembros deben permitir la transferencia e identificación de activos con todas las garantías adjuntas sin notificar a los deudores, con un periodo mínimo de recuperación.

(5) Flexibilidad de las estructuras

No deben establecerse limitaciones legales a: los tipos de estructuras utilizadas; reabastecimiento de activos hipotecarios; a la gestión del *pool* o a la estructuras multi-emisión (como los *master trusts*); ni a la utilización de tipos de interés y derivados sobre créditos en las estructuras.

(6) Facilidad para la gestión de activos por terceros y transfronterizos (véase el apartado XXX dedicado a la gestión de terceros).

(7) Transparencia y neutralidad fiscal (véase el apartado 4.2.2.2).

(8) Reconocimiento en otros países de las sociedades vehiculares (*SPV*) (véase el apartado 4.2.2.4).

(9) Información transparente e información financiera (véase apartado 6.2).

(10) Procesos de ejecución más eficientes (véase apartado 3.4)

4.2.2.2. Fiscalidad

Los problemas fiscales de la titulización pueden surgir tanto en el sistema jurídico de la entidad que origina los activos como en el de la sociedad vehicular o *SPV* emisora. Cualquier incertidumbre relativa al tratamiento fiscal de la estructura como una unidad, y en concreto de la titulizadora, podría poner en peligro la integridad de la estructura y la capacidad de obtener la calificación crediticia requerida. Normalmente, los asuntos fiscales en las operaciones transfronterizas se resuelven a través de la estructura de la operación o a través de asesoramiento legal y fiscal.

Las sociedades *SPV* han de ser fiscalmente transparentes y obtener neutralidad fiscal a través de una legislación fiscal específica para las tituladoras en Europa. Además, el MFEG recomienda la disposición de una compensación anticipada por parte de las autoridades fiscales nacionales con respecto al estado de las sociedades.

La legislación en materia de titulación y la compensación anticipada deben garantizar que no se asuman costes por retenciones fiscales sobre los *cash flows*, tanto dentro como fuera de la sociedad. También debe contemplar estipulaciones para minimizar o eliminar los impuestos sobre documentos, sobre transmisiones o sobre operaciones societarias o los impuestos reales. Es necesaria una mayor claridad en el tratamiento del IVA, tanto de la transferencia de los activos subyacentes como de las comisiones pagaderas por parte la sociedad *SPV*, incluido un mecanismo de compensación anticipada por parte de las autoridades fiscales nacionales que incluya los costes de gestión.

En lo que respecta a la propia sociedad *SPV*, las principales preocupaciones fiscales se refieren a que la estructura tenga un mínimo de exenciones fiscales/costes fiscales con incrementos (directos e indirectos) que aumentarán el coste total de refinanciación para el prestatario, y con respecto a evitar los costes de retenciones sobre los beneficios para los inversores finales. Con respecto a las operaciones transfronterizas, la barrera fiscal más importante a la libre localización de la sociedad instrumental se refiere a las posibles obligaciones de retenciones sobre los flujos subyacentes que paga la entidad que origina los activos a la sociedad *SPV* y esto depende, principalmente, de las normas fiscales de la jurisdicción de la entidad que origina los activos y de cualquier Tratado sobre doble fiscalidad o similar que hayan suscrito.

Para los gestores, los problemas potenciales varían desde el tratamiento desigual de un país a otro, hasta la gran complejidad que resulta cuando se gestionan activos en varias jurisdicciones. Un ejemplo es la exención del IVA de las comisiones de gestión que parece aplicarse en algunas jurisdicciones pero no en todas. Además, el domicilio del emisor y del gestor en las operaciones de activo transfronterizas pone de manifiesto varios asuntos fiscales complejos y costosos.

4.2.2.3 El tratamiento contable en la NIC de las operaciones con *RMBS*

Desde el 1 de enero de 2005, todas las empresas que cotizan en bolsa de la UE deben presentar su información financiera con arreglo a las Normas Internacionales de Contabilidad (NIC). Las normas actuales, que están siendo revisadas por parte del Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad (IASB en sus siglas en inglés), resultan en que varias operaciones con *RMBS* se consolidan totalmente de cara al cumplimiento de las NIC, lo que impide la emisión de *RMBS* por parte de determinados emisores.

En la actualidad, la contabilidad de las titulaciones se rige por dos conjuntos de normas y una sola interpretación²⁷.

²⁷ Las NIC rigen la consolidación de empresas filiales, incluidos las *SPV*. Considera las *SPV* como empresas filiales, por tanto están sujetas a las normas de consolidación. Para aclarar si la NIC 27 debe aplicarse a las *SPV*, el IASB emitió la interpretación "SIC 12: Consolidation – Special Purpose Entities". SIC 12 destaca "indicadores de control" de una *SPV*, que incluye retención de riesgos y beneficios, así como elementos de control. NIC 39 establece la retirada del reconocimiento de los instrumentos financieros (eliminar el *pool* de activos titulizados del balance de la entidad). Para determinar si el *pool* titulado no debería reconocerse, la NIC 39 establece que debe pasar tres pruebas sucesivas: a) ¿ha cedido la entidad el derecho a recibir los *cash flows* del activo? c) la prueba de riesgos y beneficios: ¿ha cedido la entidad sustancialmente todos los riesgos y beneficios? y c) ¿ha retenido la entidad el control del activo?.

Como resultado, los activos teóricamente podrían no obtener el reconocimiento, podrían permanecer en el balance de la entidad o podrían reconocerse parcialmente la medida de su "implicación continua". No obstante, en la práctica, a medida que la entidad tiende a conservar parte o todo de la primera pérdida con fines de mejora crediticia (y a la inversa también los *cash flows* residuales de la estructura), los activos titulizados en la mayoría de los casos permanecen en el balance de la entidad originadora porque se interpreta según la NIC 39 que no se transfieren "sustancialmente todos" los riesgos y beneficios. Es más, prácticamente todas las sociedades *SPV* de titulización se consolidan con el grupo de la entidad que ha originado el activo ya que según los indicadores de control NIC 27 – SIC 12, normalmente se interpreta que la entidad que origina el activo mantiene el control de la sociedad *SPV*.

Las normas contables actuales de títulos no reflejan el fundamento económico de las operaciones, ya que es obligatorio que la entidad originadora incluya en su balance el total de los activos titulizados, incluso aunque esté solamente expuesto a su valor residual. Esto crea una información financiera que puede inducir a error, ya que esos activos que aparecen en el balance de la entidad originadora no están a disposición de los acreedores de la entidad originadora por su valor total. Además, así se exageran los ratios de apalancamiento con fines contables y puede no pasar la prueba de apalancamiento de las cláusulas del préstamo bancario. También pueden surgir aspectos relativos a la doble consolidación de las *SPV*, en las que la primera pérdida en la transacción se vende a un nuevo inversor que puede verse obligado a consolidar según la NIC 27-SIC 12, mientras que la entidad originadora sigue consolidando la *SPV* como resultado de aplicación de otros indicadores de control que contiene la misma norma.

El Consejo de Normas Internacionales de Contabilidad es consciente de la situación actual y está elaborando una revisión de las normas de consolidación y con toda probabilidad también de las normas de reconocimiento. La Comisión deberá controlar el proceso en 2007.

4.2.2.4 Reconocimiento de Sociedades de Titulización – Aspectos transfronterizos y relacionados con los inversores.

Las operaciones de titulización transfronterizas se enfrentan en la actualidad a importantes barreras jurídicas. La mayoría de la legislación sobre titulización existente simplemente recoge la transferencia de activos a la sociedad de titulización nacional y, por tanto, no es clara con respecto a si las disposiciones especiales relativas a la fiscalidad y a la protección en caso de quiebra también son aplicables a las transferencias a sociedades extranjeras. Muchas de las operaciones transfronterizas realizadas hasta la fecha han necesitado establecer un intermediario nacional en aquellas jurisdicciones en las que los *pools* de activos estaban localizados para realizar la transferencia con arreglo a la normativa de titulización nacional o al derecho civil. Esto ha provocado un aumento considerable de los costes y la complicación de estas operaciones y, como resultado, ha limitado su crecimiento.

Para el reconocimiento de la protección transfronteriza de activos en un Estado miembro a una "sociedad *SPV* reconocida" en otro Estado miembro, podría aprobarse regulación que garantice que se confieren los mismos efectos a la transferencia de activos localizados en una jurisdicción de la UE distinta a la de la *SPV*, en términos de protección en caso de quiebra. Esto podría obtenerse realizando la transferencia a una "sociedad *SPV* reconocida" según la ley por la que se rige la *SPV* o, como alternativa, permitiendo a las partes elegir la ley aplicable a la "*SPV* reconocida" como la ley aplicable a la transferencia de activos. La Comisión

debe, por tanto, elaborar un concepto amplio de "sociedad *SPV* de titulización reconocida" en la línea de la definición que de "sociedad vehicular de titulización" ofrece el Artículo 4 (44) de la DRC²⁸.

La Comisión también debe enmendar el Artículo 13 del Reglamento del Consejo sobre Procedimientos de Insolvencia²⁹ y el artículo 30 de la Directiva sobre el Saneamiento y Liquidación de Entidades de Crédito³⁰ para aclarar que la transferencia de activos a una "entidad *SPV* reconocida" no se considere "acto perjudicial" a menos que los acreedores de la entidad originadora aporten pruebas de que esa transferencia puede declararse nula de pleno derecho con arreglo a la ley que rige la transferencia.

Los fondos de inversión solamente pueden invertir hasta el 5% de sus activos en un *RMBS* con calificación AAA de un solo emisor (un emisor debe definirse como una única entidad *SPV*) según la Directiva OICVM. Considerando la elevada calidad de los *RMBS* con calificación AAA, la Directiva OICVM debería corregirse de manera que los fondos de inversión puedan invertir hasta el 25% de sus activos en *RMBS* AAA de un mismo emisor para maximizar la flexibilidad del inversor.

Recomendaciones

El MFEG recomienda que todos los Estados miembros en los que existe legislación en materia de titulización, así como aquellos Estados miembros que están considerando promulgar leyes en la materia, introduzcan cambios para asegurar que el marco jurídico se basa en los 10 principios del European Securitization Forum. Estos cambios harán la utilización de los *RMBS* más flexible y rentable.

El MFEG recomienda que los gobiernos nacionales tomen conciencia de las implicaciones que tienen algunos impuestos en los costes totales de titulización cuando establezcan tales políticas.

La Comisión podría elaborar un concepto amplio de "entidad *SPV* reconocida" en la línea de la definición de "entidad especializada en titulización" contenida en el Artículo 4 (44) de la DRC. La Comisión debe aclarar también que una transferencia de activos a una "entidad *SPV* reconocida" no se considera un "acto perjudicial".

Deben introducirse enmiendas a la Directiva OICVM de manera que las inversiones de los fondos de inversión puedan ser de hasta el 25% de sus activos en *RMBS* con calificación AAA de un solo emisor de *RMBS*.

4.3 Estructura de *warehousing* temporal

No existen obstáculos específicos relativos a la utilización de estas estructuras en cuanto que ofrecen financiación hipotecaria. Otros asuntos y otras barreras identificados en el presente informe (en concreto, los relativos al origen de la

²⁸ El artículo 4 (44) de la DRC incluye la siguiente definición de "entidad especializada en titulizaciones (SSPE)": fideicomiso de empresas, u otra entidad distinta de una entidad de crédito, organizado para efectuar una o varias titulizaciones, cuyas actividades se limitan a las propias de tal objetivo, cuya estructura pretende aislar las obligaciones de la SSPE de las obligaciones de la entidad de crédito originadora y cuyos titulares de participaciones pueden pignorar o intercambiar sus participaciones sin restricción"

²⁹ Reglamento del Consejo (CE) N. 1346/2000 de 29 de mayo de 2000, sobre procedimientos de insolvencia, DOUE L 160 de 30-6-2000, p. 1 -18.

³⁰ Directiva 2001/24/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de abril de 2001 sobre el Saneamiento y Liquidación de las Entidades de Crédito, DOUE L 125 de 5-5-2001, p. 15-23

hipoteca, la gestión, *RMBS* y Basilea II) también son aplicables a las estructuras de *warehousing* o depósito temporal.

4.4. Venta total o parcial de carteras de préstamos (*Whole Loan Sale*)

La venta total o parcial de carteras de préstamos requiere de las mismas condiciones que la titulización normal de una cartera de préstamos hipotecarios. Los requisitos principales están relacionados con la capacidad de valorar el crédito y las características del mercado del *pool* hipotecario, para que su precio sea adecuado, con la capacidad de transferir legalmente el título sin incurrir en gastos y plazos excesivos, y con la capacidad de controlar el comportamiento del *pool* con el paso del tiempo. De este modo, muchos de los aspectos que se han tratado en este informe –en concreto, los referentes a la información sobre la cartera hipotecaria, valoración, cálculo de las amortizaciones anticipadas, y aspectos legales- también son de aplicación a la venta de carteras de préstamos.

Entre los obstáculos adicionales encontramos:

- Que en ciertas jurisdicciones europeas, se impone una retención fiscal a la venta de carteras de préstamos, lo que hace que la operación sea poco rentable. Esto se aplica, por ejemplo, en la venta de préstamos de Reino Unido a un contribuyente que no es de Reino Unido. Sin embargo, en otros sistemas jurídicos (como el de Países Bajos y Alemania) no se contemplan este tipo de retenciones. En Alemania, existe cierta incertidumbre con respecto al IVA de este tipo de operaciones.
- La disponibilidad y legalidad de terceros. Normalmente, una operación de venta de carteras de préstamos conduce a la transferencia de la función de gestión. Esto no sucede en la titulización hipotecaria tradicional. En varios países, no existen entidades independientes especializadas o existe una fuerte restricción por ser necesario que la entidad gestora sea un banco.
- Información o datos insuficientes sobre la cartera o la imposibilidad de comparar definiciones y la forma de obtener los datos.

La creación de una plataforma de mercado electrónica para la comercialización de carteras mejoraría la liquidez en el mercado secundario. También contribuiría a la formación de mayores carteras y más diversificadas como *pools* de bonos garantizados o emisiones de *RMBS*. Esto beneficiaría particularmente a las entidades originadoras más pequeñas. La creación de una plataforma debería ser a iniciativa privada. El MFEG no recomienda que se desarrolle una política pública a este respecto.

Recomendaciones

Se debe otorgar el mismo tratamiento a la venta total o parcial de carteras de préstamos que a otros instrumentos para la refinanciación de préstamos hipotecarios y pueden ser utilizados como una fuente eficaz de refinanciación de préstamos hipotecarios.

5. MEJORAS DE RIESGO OFRECIDAS POR TERCEROS

Las mejoras de riesgo ofrecidas por terceros son contratos que cubren a la entidad originadora de distintos riesgos relacionados con préstamos hipotecarios individuales o con carteras de préstamos hipotecarios.

Los obstáculos para la aplicación de estas mejoras de riesgo ofrecidas por terceros pasarán a ser menos significativos cuando se implemente la DRC. Se espera que el gran espectro de productos para mitigar los riesgos crediticios reconocidos y el objetivo en la gestión del riesgo (económico) fomenten un importante aumento en la utilización de estas mejoras, ya que los préstamos de mayor riesgo necesitarán una base de capital mayor. Por tanto, la toma de medidas para gestionar estos riesgos contará con un fuerte incentivo regulatorio y económico. Históricamente, estos productos que permiten reducir riesgos los han ofertado tanto entidades públicas como privadas.

La cuestión sobre si las garantías del crédito hipotecario debe ofrecerlas el Estado o el sector privado se ha abordado en distintos informes y artículos y continúa provocando debates entre analistas y reguladores. Obviamente, ambos sistemas pueden coexistir, aunque el seguro público no debería competir con el del sector privado, sino que limitaría su ámbito de actuación a la cobertura del nivel de riesgo que el sector privado no puede gestionar de manera eficaz o soportar económicamente, o que no estaría dispuesto a ofrecer.

Recomendaciones

La Comisión debe garantizar la transposición coherente de la DRC en lo que respecta a las mejoras de riesgo ofrecidas por terceros (véase apartado X)

6. ASPECTOS RELACIONADOS CON LOS INVERSORES

El MEFG ha identificado una serie de asuntos que afectan a la comerciabilidad y al precio de todos los productos de financiación de mercado de valores.

6.1. Definiciones

Los mercados de refinanciación se han desarrollado de una forma poco sistemática en Europa, por ello la información acerca del colateral subyacente que está a disposición de los inversores puede variar de manera significativa. Incluso cuando se ofrece la información, los emisores pueden encontrar distintas definiciones de impago, morosidad o tasas de recuperación, así como de ratios *LTV*. Esto no solo es aplicable a los emisores en distintos países, sino que también puede darse entre emisores en un mismo país.

Además, esa información puede ser contradictoria debido a la naturaleza de mercados de vivienda y las diferentes prácticas utilizadas en cada mercado hipotecario.

La falta de definiciones estándar puede producir que la información que inicialmente puede parecer comparable, resulte bastante distinta. La falta de definiciones claras dificulta la comparación del comportamiento de las operaciones y por tanto, el cálculo de su precio. Este hecho puede conllevar un aumento de los costes de refinanciación en los mercados en los que los datos son escasos o poco fiables, o incluso a que los inversores no participen dentro de determinadas jurisdicciones, ya que no pueden verificar información crucial para sus inversiones.

Entre otros asuntos, estas diferencias entre jurisdicciones en la UE hacen que sea imposible configurar una cartera de préstamos de distintas jurisdicciones con perfiles y características financieras similares.

Recomendaciones

El MFEG recomienda el desarrollo guiado por el mercado de la estandarización de algunos de los términos más importantes utilizados en los mercados secundarios. Estos estándares se utilizarían para controlar el comportamiento de la operación y al mismo tiempo se promovería la transparencia.

6.2 Coherencia y transparencia de los informes sobre las operaciones

La disponibilidad de datos con anterioridad a la emisión se ofrece principalmente en el folleto/ *Offering Circular* y como tal, en Europa se encuentra regulado por la Directiva sobre el Prospecto, que proporciona el marco regulador de dicha información³¹, donde se establece el marco regulador de esta información. La legislación, no obstante, está sujeta a la interpretación y el nivel de información es variable. La disponibilidad cada vez mayor de datos del comportamiento a través de páginas *web* también contribuye a una mayor transparencia.

La falta de consistencia de la información con la que cuentan los inversores sobre los *pools* garantizados, los tramos de *RMBS*, y en cierto modo, sobre los *pools* de bonos garantizados, supone un obstáculo a la transparencia. Por ello debe promoverse una mayor estandarización de los medios de emisión y la difusión de la información sobre la garantía que sirve de cobertura a la financiación.

La información es fundamental para desarrollar al máximo el potencial del mercado de bonos garantizados. Considerando la diversidad de este mercado en Europa, esta información permitiría a los inversores comparar los productos que se ofrecen en los distintos mercados y elegir el perfil de inversión de precio/riesgo deseado.

A continuación destacamos los aspectos que deberían mejorarse en el ámbito de la información sobre bonos garantizados: normas y regulación del mercado; información sobre los productos y sus características; información (financiera) sobre el *pool* hipotecario; la granularidad o concentración de la cartera; gestión de riesgo; composición y comportamiento; riesgos del mercado (riesgo de interés, riesgos de amortización anticipada, etc.) y la ponderación del riesgo otorgada por autoridades supervisoras. La información sobre los datos del *pool* es de particular importancia, con vistas al debate sobre la amortización anticipada (véase Anexo 3.2 para más información).

La actividad de *trading* de los *RMBS* es limitada –la mayoría de los inversores siguen recurriendo al *buy and hold* (comprar y mantener), de aquí la importancia de que el nivel de información sobre el colateral y el préstamo sea mayor en el momento de la emisión y después, durante la vida de los títulos.

En la actualidad resulta complicado recavar información regular sobre precios sobre gran número de los *RMBS* europeos, tanto en el momento de la creación del título (datos de referencia de la operación) como durante la vida del título (datos dinámicos de la operación). Para mejorar la calidad, uniformidad y disponibilidad de

³¹ Directiva 2003/71/Ce del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de noviembre de 2003 sobre el prospecto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores mobiliarios y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (Texto con relevancia EEA) DOUE 345 de 31-12-2003, p. 64-89.

los informes sobre las operaciones, el ESF publicó en mayo de 2006 una serie de principios: European Securitization Market Practice Guidelines³²

Estos principios han tenido una gran acogida como indicaciones de mejores prácticas y definiciones para las operaciones con posterioridad a la emisión de los *RMBS*, así como recomendaciones para la responsabilidad previa y posterior a la emisión, el periodo y regularidad de los informes sobre la titulización. En total, se han identificado 86 ámbitos distintos y definiciones relacionadas como las más importantes para la toma de decisiones en la inversión en *RMBS*. Entre ellos, se encuentran los datos del nivel de garantía cubierta relativos a los cupones no emitidos, datos del nivel del colateral relativos a las características agregadas del *pool*, datos desagregados a nivel de préstamo e información de contacto. En el futuro, podría incluir datos de préstamos individuales.

Las fuerzas del mercado, en vez de la regulación, ofrecen medios para una mayor transparencia y una mejor práctica. Este enfoque flexible implica que a medida que los mercados se desarrollan, pueden surgir rápidamente nuevos requisitos.

Recomendaciones

El MFEG recomienda que las normas de información sobre los *pool* de bonos garantizados las desarrolle el mercado basándose en las mejores prácticas.

El MFEG apoya las iniciativas privadas relativas a la estandarización de la información sobre *RMBS*, como los "Market Practice Guidelines" del ESF.

El MFEG considera que debe fomentarse como método más accesible, la utilización de las páginas *web* de los emisores para la información posterior a la emisión.

6.3 Repos

Un repo (un contrato de venta y recompra) consiste en la venta de valores con un contrato simultáneo para la compra de esos valores en una fecha posterior y a un precio fijado de antemano.

En Europa, los títulos que normalmente se han utilizado en el mercado de repos son los de deuda pública. La utilización de *RMBS* sigue estando relativamente limitada, especialmente si se compara con los bonos garantizados. El principal problema en el mercado de repo de *RMBS* históricamente ha sido la percepción de elevados niveles de recortes de valoración (o *haircuts*) para mitigar el riesgo de liquidez y de valoraciones poco frecuentes.

Una serie de iniciativas privadas están desarrollando índices de bonos ABS y servicios de *pricing* por parte de terceros para hacer frente a la obtención de valoraciones de los *RMBS* que son poco frecuentes³³. Los datos muestran que la volatilidad de los precios de los *RMBS* en Europa es bastante baja, ya que la gran

³² Puede encontrarlos en <http://www.europeansecuritization.com/pubs/FinalESFGuidelines16May06.pdf>

³³ Los bancos particulares –como Merrill Lynch, Lehman Brother, Barclays Capital y Deutsche Bank– también han desarrollado índices de precios de ABS que pueden utilizarse para calcular precios de forma indicativa/teórica. El ESF junto con el European Repo Council constituyó un Grupo de Trabajo de *Traders* para fomentar estas iniciativas de valoración. Están aumentando las instituciones que ofrecen soluciones de *pricing* para los *RMBS*, como ABSXchange LLC, Markit Group, Standard and Poor's Securities Evaluations, FT Interactive, Bloomberg, Hypoport y LehmanLive.

mayoría de las emisiones que se realizan son a tipo variable y con calificaciones AAA. Este alto grado de estabilidad de los precios de los *RMBS* significa que los *traders* de repos podrían basarse en valoraciones intermensuales.

Aunque como resultado de estos desarrollos la disponibilidad de precios teóricos es bastante aceptable, la liquidez del mercado secundario y la comercialización en el mercado de repos no ha aumentado de forma significativa. Pero parece que no existen impedimentos directos que eviten la mejora de la liquidez del mercado secundario, algo que debe ser abordado por los reguladores. Si existe una demanda suficiente por parte de los *traders* de repos o inversores para utilizar este tipo de colateral, se encontrará una solución guiada por el propio mercado.

6.4. Basilea II

Las normas contenidas en Basilea II tienen como finalidad fortalecer la seguridad, solidez y estabilidad de los bancos regulados. Aunque Basilea II solo afecta a los bancos, sus efectos repercuten en los mercados de refinanciación, basados en probables cambios en los modelos de inversión de los bancos – algunos de los cuales, ya han comenzado a producirse.

La DRC implementa el nuevo Acuerdo de Basilea (Basilea II) en Europa, que básicamente codifica las disposiciones contenidas en Basilea II a la legislación de la UE. Aunque la DRC sigue casi en su totalidad los preceptos de Basilea II, contiene ciertas características que consideran las especificidades de los mercados europeos, por ejemplo la DRC también establece por primera vez un marco paneuropeo para los bonos garantizados³⁴.

La cercanía del momento de implementar Basilea II en todo el mundo, incluido la Notice of Proposed Rulemaking de EEUU y la DRC, ha comenzado a tener efectos positivos sobre los costes de financiación globales de títulos con garantía hipotecaria (*Mortgage Backed Securities – MBS*). Los márgenes sobre los tramos AAA de los *RMBS* se han ajustado considerablemente y podrían hacerlo aún más, cuando los modelos de calificación crediticia interna (*Foundation and Advanced-IRB*) en 2008 comiencen a tener un mayor efecto, e incluso en 2009. Bajo el marco de Basilea II, los requisitos de capital para los tramos de calificación crediticia de no inversión de los *RMBS* están aumentando considerablemente debido al elevado potencial de fallidos (*loss severity*) de estos tramos. Sin embargo, debido al pequeño tamaño de los tramos BB, este hecho tiene un escaso impacto en los costes de financiación totales de los *RMBS* para los emisores. Para la mayoría de los bonos garantizados, los requisitos de capital en los bonos garantizados no estructurados normalmente se mantienen en el 10% para el enfoque estandarizado, pero incluso puede mejorar ligeramente para los inversores en *IRB*. Las ponderaciones del riesgo de los bonos para los inversores en el enfoque *IRB* dependerán, al menos en parte, de los parámetros internos de estimación de riesgos del banco.

Es necesario que la DRC se transponga en la legislación nacional de Estados miembros antes del 31 de diciembre de 2006. Para ello, los Estados miembros pueden seguir distintas rutas que conducen a distintos grados de reducción de capital regulatorio para productos idénticos, incluidas herramientas para mitigar el riesgo crediticio adquiridas por distintos originadores en diferentes Estados miembros.

El MFEG muestra su creciente preocupación porque algunos aspectos de la DRC no quedan claros o se deja a la libre interpretación de los reguladores nacionales, que

³⁴ Véase Apartado 4.1. para una mayor información

puede producir distintas interpretaciones y aplicaciones de la norma en distintos países y entidades. Además, en disposiciones que no quedan claras en Basilea II, y por consiguiente en la DRC, puede que excluyan a determinados tipos de operaciones, algo que puede resultar perjudicial para el desarrollo futuro de dichas operaciones. A continuación se señalan ejemplos de los aspectos referidos:

- **Definición de “transferencia significativa de riesgo”.** La DRC establece que, para conseguir una reducción en los requerimientos de capital regulatorio para los activos titulizados, la entidad originadora transfiere una cantidad significativa del riesgo crediticio asociada con los activos titulizados. La DRC establece unos requisitos mínimos para el reconocimiento de la transferencia significativa de riesgo, no obstante observando operaciones individuales, queda a discreción de los supervisores decidir si se ha producido o no la transferencia significativa de riesgo. Por ello, el MFEG considera que el concepto “significativa” no queda claro.
- **“Protección implícita” y Estructuras *Revolving*.** La protección implícita se produce cuando un banco protege una operación de *RMBS* u otro tipo de titulización más allá de sus obligaciones contractuales. La DRC prohíbe explícitamente que las entidades originadoras y los bancos que participan como *sponsor* ofrezcan esta protección implícita. Si no cumplen este requisito, tienen que mantener el capital regulatorio para las exposiciones titulizadas como si no se hubieran titulado. Existe un riesgo de aplicación contradictoria de las normas de “apoyo implícito”, en concreto, en lo referente a si las estructuras con reabastecimiento de activos constituyen un apoyo implícito. En particular, puede haber estructuras de *RMBS* en las que la entidad originadora de manera recurrente venda activos al *SPV* durante la vida de la operación, el *SPV* de manera recurrente emita títulos, y la entidad originadora retenga alguno de esos tramos. Puesto que no existe obligación contractual para el reabastecimiento de activos en una operación de *RMBS*, no constituye ni un apoyo implícito ni explícito. Si los legisladores nacionales consideran que las estructuras de reabastecimiento constituyen un apoyo implícito, dejarían de emitirse estructuras *revolving* y reduciría innecesariamente la vida media ponderada de los *pools*, produciéndose un aumento de los costes soportados por el prestatario.
- **Tratamiento de las permutas financieras (*swaps*) con *SPVs*.** No queda claro cómo deben tratar los bancos el riesgo de crédito de contraparte de las permutas financieras con *SPVs* (cartera de negociación vs. acciones mantenidas con vocación de permanencia-*Trading vs. Banking Book*). En algunos países, los bancos tratan el riesgo de crédito de la contraparte de las permutas financieras con *SPVs* como una posición de titulización, incurriendo en mayores costes para la actualización de sus sistemas, mientras que en otros países, puede que no sea el caso. También existe incertidumbre con respecto a las permutas financieras super senior en las titulizaciones sintéticas.
- **Servicio de liquidez:** un servicio de liquidez es una posición en una operación de *RMBS* u otro tipo de titulización que se concede a un banco porque se ha comprometido a aportar liquidez a una *SPV*. El tratamiento de los servicios de liquidez cuando se produce el impago de los activos no queda claro en determinadas circunstancias.

Además, los siguientes dos asuntos relativos al texto de la DRC: la no correspondencia (o *mismatch*) de vencimientos y la elegibilidad de los *RMBS* como activos de garantía para bonos garantizados.

- **Aspectos relativos a la no correspondencia de vencimientos:** en las operaciones de titulización sintética, la discordancia de vencimientos entre activos y pasivos se da cuando la protección crediticia se adquiere a través de activos de vida incierta. Si el vencimiento del *pool* de activos titulizados es mayor que el de la protección crediticia, la DRC establece que la entidad originadora debe acumular capital durante los cinco últimos años de la protección crediticia. Esta restricción resulta en una reducción progresiva del capital liberado en vista a que la transferencia del riesgo retorne al balance de la entidad originadora tras el vencimiento de la protección. Los participantes del mercado han destacado que las normas relativas a la no correlación de vencimientos en la DRC subestima erróneamente, e incluso elimina, toda reducción de capital durante los 2-3 últimos años de protección del crédito, algo que perjudicará a la capacidad de los bancos europeos de desembolsar el riesgo a través del sector financiero porque las titulizaciones sintéticas reciben un tratamiento perjudicial en las normas sobre no correspondencia de vencimientos. Debe señalarse que la titulización sintética es particularmente útil para titular *pools* de activos situados en distintas jurisdicciones y por tanto, contribuye a la integración de los mercados europeo de valores, mientras que las titulizaciones monetarias sigue enfrentándose a importantes barreras legales y comerciales.
- **Elegibilidad de los *RMBS* como activos de cobertura para los bonos garantizados.** La elegibilidad de los tramos senior de *RMBS*, con calificación AAA como activos de cobertura para los bonos garantizados fue aceptado en la DRC, pero solo hasta el 20% de valor del saldo vivo de los bonos garantizados. No obstante, hasta el 31 de diciembre de 2010, no se aplicará este límite del 20%. Es necesario que la Comisión estudie si es conveniente una ampliación de esta derogación. La perspectiva de esta revisión crea incertidumbre en la gestión de activos/pasivos por parte de los emisores de los bonos garantizados.

Recomendaciones

El MFEG apoya la publicación por parte de la Comisión de una guía para la transposición de la DRC, en concreto, en lo referente a los aspectos mencionados en el apartado 7.4.1.

La Comisión debe permitir que los *RMBS* senior constituyan el 100% de los activos de cobertura para los bonos garantizados y confirmar la elegibilidad de los *RMBS* AAA como activos de cobertura para los bonos garantizados pasado el plazo límite de 2010.

6.5. Indicadores inmobiliarios

En la mayoría de los Estados de la UE, no existen indicadores oficiales de precios de vivienda. Los datos que como alternativa ofrecen agencias inmobiliarias, bancos hipotecarios y organizaciones de notarios varían no solo en la periodicidad, sino que también presentan varias deficiencias como la cobertura incompleta regional y de tipo de construcción, distintos métodos de recopilación de los precios (precios de oferta frente a precios de compraventa) y distintos métodos para calcular los precios de distintos tipos de vivienda³⁵.

³⁵ Véase Boletín Mensual del BCE: ECB Monthly Bulletin February 2006: *Assessing the house price developments in the euro area*, p.57.

En este contexto, el BCE está recopilando y publicando un indicador semi anual de precios de vivienda en la zona euro, basado en datos no armonizados, ponderados utilizando como puntos porcentuales del PIB (en vez de cómo operaciones o basadas en el stock de viviendas que no se encuentran disponibles en todos los países). Además, en tanto en cuanto a los costes de la vivienda se refiere, el Índice de precios de Consumo Armonizado (IPCA) de la UE solo incluye las rentas reales pagadas por los arrendatarios y escasos gastos de mantenimiento, mientras que las rentas implícitas pagadas por los propietarios y principales mejoras se excluyen de este indicador³⁶. Con vistas a una posible inclusión del número de viviendas ocupadas en propiedad en el IPCA, Eurostat, la oficina estadística de la Comisión, ha presentado un estudio piloto, cuyos primeros resultados se espera que vean la luz en 2007/2008.

La ausencia de indicadores oficiales de precios de vivienda en varias jurisdicciones se identificó como una barrera a la refinanciación hipotecaria. Al menos existe un indicador de precios de inmuebles comerciales que ha sido de vital importancia para el desarrollo de la financiación de propiedades comerciales³⁷. La elaboración de un indicador inmobiliario nacional oficial se considera de extrema utilidad para la financiación hipotecaria y la compraventa de carteras. La elaboración de este indicador que con el tiempo podría comercializarse, permitiría a las entidades limitar las exposiciones al riesgo inmobiliarias y promocionar otros productos y concepto, como los productos para la movilización del capital para los ancianos.

Existe una serie de fuentes alternativas para compilar este indicador. Entre ellos, los datos disponibles de las agencias inmobiliarias de los precios de compraventa, aunque el tamaño de la muestra sería reducido. Las principales entidades de crédito cuentan con datos sobre solicitudes y concesiones de créditos. Los datos del registro de la propiedad es el más exhaustivo pero su recopilación puede costar mucho tiempo, aunque a medida que están surgiendo los registros electrónico esto ya no sería un problema. Las aseguradoras también podrían ofrecer sus datos. El objetivo sería la creación de tantas series de datos consistentes como fuera posible en cada jurisdicción, en vez de buscar la uniformidad entre Estados miembros. Esto permitiría tener en cuenta algunas de las características individuales de los mercados inmobiliarios. Los indicadores podrían ser de ámbito nacional o regional. Cuanto mejor definidas estén las áreas, mejor será la calidad de la información. La coherencia y la transparencia de los datos son más importantes que la uniformidad de los mismos.

También sería beneficioso contar con información mejorada sobre indicadores estructurados de vivienda, cuya disponibilidad y periodicidad también varía entre países³⁸. Estos indicadores, por ejemplo, serían el número de viviendas privadas, edificios, tasas de ocupación, comienzo y fin de las obras de construcción, número de operaciones y régimen de ocupación (diferenciando entre arrendamiento y propiedad), sobre los que el BCE ha comenzado a recopilar información junto con los bancos centrales nacionales de la UE. La puesta en práctica satisfactoria de este proyecto sería de gran ayuda para el desarrollo eficiente de los mercados de refinanciación.

³⁶ Véase: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-BE-04-001-EN.PDF

³⁷ La base de datos Investment Property Database (IPD) ha desarrollado una serie de indicadores de inmuebles comerciales para medir el comportamiento inmobiliario (rendimientos, tasas de capitalización, etc) en varios mercados europeos y mundiales.

³⁸ Véase: ECB Monthly Bulletin February 2006: *Assessing the house price developments in the euro area*, p. 58.

Recomendación

El MFEG está a favor del desarrollo de indicadores de precios de vivienda nacionales en los Estados miembros de la UE. Así, se contribuiría a ofrecer una información más exacta sobre valoraciones, se aumentaría la eficiencia de la garantía en todos los mecanismos de refinanciación de los mercados de capitales considerados y contribuiría a gestionar la exposición al riesgo inmobiliario a través del desarrollo de los mercados de derivados.

6.6. Restricciones de emisión

Algunos asuntos no se han considerado como graves barreras a la refinanciación, pero sí como creadores de obstáculos innecesarios para los inversores en determinados Estados miembros. Entre ellos, se encuentra una serie de restricciones de emisión, requisitos adicionales para cotizar en bolsa, y distintas normas fiscales. A continuación se detallan algunos de ellos:

- En Italia, para poder vender títulos a inversores con domicilio en Italia, es necesario obtener una autorización específica del banco central.
- Existen restricciones al número de inversores españoles que pueden participar en una operación sin notificación por adelantado del acuerdo (limitado a 10).
- Las restricciones para garantizar que los bonos se distribuyen solo a inversores profesionales difieren entre Estados miembros (especialmente en Italia y Países Bajos). Se recomienda que estas restricciones se estandaricen en toda la UE.

Recomendación

El MFEG considera que las restricciones de emisión sobre los títulos no contribuyen a la creación de un mercado de refinanciación consistente en la UE y deberían eliminarse.

TRADUCCIÓN PRIVADA DE LA AHE DE LOS:

**“ANEXOS AL INFORME DEL GRUPO
DE EXPERTOS DE LA
REFINANCIACIÓN HIPOTECARIA”**

LISTA DE ANEXOS

- 1. LISTA DE MIEMBROS Y OBSERVADORES DEL GRUPO DE REFINANCIACIÓN HIPOTECARIA**
- 2. PRINCIPALES PRODUCTOS DE REFINANCIACIÓN HIPOTECARIA**
 - 2.1. Bonos Garantizados**
 - 2.1.1. ¿En qué consiste un Bono Garantizado?**
 - 2.1.2. ¿Cómo funciona un Bono Garantizado?**
 - 2.1.3. Fundamento para la emisión de Bonos Garantizados**
 - 2.1.4. Mercado de los Bonos Garantizados**
 - 2.2. Bonos de Titulización Hipotecaria (RMBS)**
 - 2.2.1. ¿En qué consisten los RMBS?**
 - 2.2.2. ¿Cómo funcionan los RMBS?**
 - 2.2.3. Fundamento para la emisión de RMBS**
 - 2.2.4. Mercado de los RMBS**
 - 2.3. Estructuras de Warehousing temporal**
 - 2.3.1. ¿En qué consiste una Estructura de Warehousing Temporal?**
 - 2.3.2. ¿Cómo funciona una Estructura de Warehousing Temporal?**
 - 2.3.3. Fundamento para la Estructura de Warehousing Temporal**
 - 2.3.4. Mercado de las Estructuras de Warehousing Temporal**
 - 2.4. Venta Total o Parcial de Carteras de Préstamos (Whole Loan Sale)**
 - 2.4.1. ¿En qué consiste la Venta Total o Parcial de Carteras de Préstamos?**
 - 2.4.2. ¿Cómo funciona la Venta de Carteras de Préstamos?**
 - 2.4.3. Fundamento para la Venta de Carteras de Préstamos**
 - 2.4.4. Mercado para la Venta de Carteras de Préstamos**
- 3. MEJORAS DEL RIESGO DEL CRÉDITO OFRECIDAS POR TERCEROS**
 - 3.1. ¿En qué consisten las mejoras del riesgo crediticio ofrecidas por terceros?**
 - 3.2. ¿Cómo funcionan las mejoras del riesgo del riesgo ofrecidas por terceros?**
 - 3.3. Fundamento para las mejoras de riesgo del crédito ofrecidas por terceros**
 - 3.4. Mercado de las mejoras de riesgo del crédito ofrecidas por terceros**

4. GESTIÓN

4.1. ¿En qué consisten los Servicios de Gestión ofrecidos por terceros?

4.2. Aumento de los Servicios de Gestión ofrecidos por Terceros

4.3. Fundamento de los Servicios de Gestión ofrecidos por Terceros

5. AMORTIZACIÓN ANTICIPADA

5.1. Contexto

5.1.1. Derecho legal

5.1.2. Restricciones impuestas sobre las condiciones

5.2. Dimensiones empíricas del riesgo por amortización anticipada

5.3. Conceptos: comisión vs. compensación

6. BASILEA II

7. GLOSARIO

1. LISTA DE DEL GRUPO DE REFINANCIACIÓN HIPOTECARIA Y OBSERVADORES

NOMBRE	ORGANIZACIÓN
BATCHVAROV Alexander	Merrill Lynch
DÜBEL Achim	FINPOLCONSULT
ETZKORN Jörg	Wüstenrot & Württembergische AG
GODARD Jean – Louis	BNP Paribas ALM
GUÉRIN Sandrine	Crédit Foncier de France
HIESBERGER Christoph	Pfandbriefstelle der österreichischen LandesHypothekenbanken
KANE Brian	Standard & Poor's
KRISTIANSEN Klaus	Realkredit Danmark A/S
KRYSIAK Zbigniew	PKO BP
MÜLLER Gabriel	Genworth Financial, Mortgage Insurance Europe
NAGY Csaba	OTP Jelzálogbank Rt. (OTP Mortgage Bank Ltd.)
OLIVEIRA Filomena	Caixa Geral de Depósitos
RAHNER Hartmut	Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank AG (DG HYP)
RODRIGUEZ MARTINEZ, Alberto	Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA)
STEWART Ian	Halifax Bank of Scotland plc (HBOS)
THOMPSON Ronald E Jr.	Royal Bank of Scotland plc (HBOS)
TORIO Antonio	Grupo Santander
VINDEVAG Leif A	Stockholm Stock Exchange
Observadores	Organización a la que representan
KERJEAN Stéphane	Banco Central Europeo (BCE)
Annik Lambert	European Banking Industry Committee (EBIC)
WATSON Rick	European Securitization Forum (EFS)
WELLER Benedict	Banco Central Europeo (BCE)

2. PRINCIPALES PRODUCTOS DE REFINANCIACIÓN HIPOTECARIA

2.1. Bonos Garantizados

2.1.1. ¿En qué consiste un Bono Garantizado?

A pesar de no existir una definición oficial, los participantes del mercado están de acuerdo en que los instrumentos clasificados como bonos garantizados comparten una serie de características:

- **Marco regulatorio.** La emisión de bonos garantizados no estructurados en la UE está regulada por legislación específica sobre bonos garantizados. En algunos países (p.e. en Los Países Bajos y en el Reino Unido), se aplican acuerdos contractuales, que normalmente se denominan bonos garantizados estructurados. Los marcos regulatorios establecen las principales características básicas.
- **Activos Garantizados.** La variedad de activos garantizados elegibles que existen en los sistemas de bonos garantizados europeos está enumerada en la Directiva sobre Requerimientos de Capital (DRC): exposiciones frente a entidades del sector público, préstamos hipotecarios residenciales y comerciales, exposiciones a entidades de crédito, bonos con calificación no subordinada emitidos por entidades de titulización, y los préstamos garantizados por buques.
- **Valoración del *pool* de activos hipotecarios garantizados y criterios *LTV*.** Los sistemas de bonos garantizados europeos contienen disposiciones legales o principios admitidos de forma general para la tasación inmobiliaria. Los límites del *LTV* para activos individuales son muy similares en los distintos países, siendo de entre el 60% al 80% para los préstamos hipotecarios residenciales. En algunos países existen límites *LTV* adicionales sobre las carteras.
- **Directrices de gestión de Activos-Pasivos.** Estas directrices existen en la mayoría de los sistemas de bonos garantizados, aunque existen amplias diferencias en cuanto a los detalles técnicos y el grado de regulación, lo que impide realizar comparaciones detalladas entre los diferentes sistemas. Una de las normas frecuentemente aplicada es el "principio de garantía". Consiste en que los bonos garantizados en circulación deben estar cubiertos en todo momento por activos de cobertura que tengan por lo menos el mismo valor nominal y rendimiento. En algunas jurisdicciones, la ley requiere que se incluyan en el *pool* de bonos garantizados, los derivados relacionados con la emisión de los bonos (en algunos casos también es necesario incluir el tipo de interés y/o la cobertura de riesgo por cambio de moneda). Si los derivados forman parte de un *pool* independiente, la contrapartida de derivados se sitúa *pari passu* con el derecho preferente de cobro de los tenedores de los bonos sobre la cartera de bonos garantizados.
- **Control de la cartera de bonos garantizados y supervisión bancaria.** En cumplimiento con el Artículo 22(4) de la Directiva sobre determinados Organismos de Inversión Colectiva en Valores Mobiliarios (OICVM o *UCITS* en inglés), se han establecido unos estándares con respecto al control de los bonos garantizados y la supervisión bancaria. La mayoría de los sistemas de bonos garantizados han establecido controles externos e independientes que deben ser realizados por entidades cualificadas. Es más, en la mayoría de países, los supervisores bancarios nacionales (y en algunos casos, los reguladores del mercado financiero) realizan una supervisión especial de los bonos garantizados.

- **Segregación de activos y protección en caso de quiebra.** Los sistemas de bonos garantizados en la UE emplean diferentes técnicas para proteger a los tenedores frente a reclamaciones interpuestas por otros acreedores, en caso de producirse la insolvencia del emisor. Algunos sistemas establecen, bien por ley o por contrato, la segregación de los bonos garantizados y de los *pools* garantizados con respecto a la situación general de quiebra. En otros sistemas, la protección de los tenedores de bonos garantizados se consigue por medio del derecho preferente que se le concede a estos dentro de la situación general de quiebra. Una de las características que comparten algunos sistemas es que los bonos garantizados en Europa no se amortizan anticipadamente de forma automática en caso de la quiebra del emisor. En algunos sistemas, los tenedores de bonos garantizados pueden emprender acción directa en caso de quiebra del emisor si se produce el impago del *pool* de garantía (*pari passu* con otros acreedores no garantizados).

2.1.2. ¿Cómo funciona un Bono Garantizado?

El principal objetivo de los sistemas de bonos garantizados, independientemente de si están regulados por ley o por contrato, es el de ofrecer protección:

- A los tenedores de bonos garantizados frente a posibles eventos de crédito a nivel del emisor y/o la entidad de crédito matriz;
- Frente a los riesgos que pueden ocasionar desequilibrios en los flujos de caja entre el *pool* de activos garantizados y los bonos garantizados.

La mayoría de bonos garantizados son "plain vanilla", y normalmente a tipo fijo, con estructura reembolsable de una sola vez, con una calificación crediticia alta y que ofrecen un elevado nivel de liquidez a los inversores.

Lo que diferencia los bonos garantizados de otros instrumentos de refinanciación es que los tenedores de bonos garantizados tienen un derecho preferente frente (a) al emisor y (b) frente a los activos y los flujos de caja del *pool* garantizado dinámico subyacente. Por lo tanto, si un emisor se enfrenta a una situación de quiebra y se aísla el *pool* de garantía del balance del emisor, los inversores de este tipo de bonos tendrán un derecho preferente ante el *pool* garantizado.

2.1.3. Fundamento para la emisión de Bonos Garantizados

En comparación con la refinanciación no subordinada sin garantía, los bonos garantizados permiten a los bancos refinanciar de forma eficiente gran variedad de *pools* de préstamos hipotecarios. La naturaleza "garantizada" de este instrumento permite la emisión con periodos de vencimiento más largos, mejorando las posibilidades de la entidad a la hora de gestionar los activos/pasivos.

En un momento donde el déficit de los gobiernos va en descenso, los inversores están continuamente buscando valores con un diferencial positivo distintos a los valores de deuda pública. Estos valores tienen que cumplir con los criterios de alta calificación crediticia asociados a las carteras de deuda pública o semipública (calificación alta AA o AAA). Los bonos garantizados suelen conseguir calificaciones crediticias altas porque suelen tener un carácter preferente frente a los acreedores preferentes de la entidad financiera emisora, además de contar con un excelente historial de crédito.

Es más, estos inversores reclaman la posibilidad de vender los bonos al mercado rápida y eficientemente. De ahí la existencia de plataformas como la *EuroMTS Limited*¹ y las amplias adaptaciones llevadas a cabo por el mercado, a las que se han adherido la mayoría de los "creadores de mercado" (*market makers*), y a través de las que se consigue la liquidez necesaria para los inversores.

Finalmente, el pago único a la fecha de vencimiento de los bonos garantizados ofrece simplicidad en comparación con la amplia variedad y complejidad de los productos *RMBS*, algo que resulta atractivo para distintos grupos de inversores con diferentes tipos de objetivos. De esta manera, tanto los bonos garantizados como los *RMBS* ofrecen diversificación de inversores para aquellos emisores que quieran utilizar una cartera hipotecaria como colateral con fines de refinanciación.

2.1.4. Mercado de los Bonos Garantizados

Al final del año 2005, el saldo vivo de bonos con garantía hipotecaria residencial y comercial en la UE, alcanzó un volumen total de 876 mil millones de euros². Esto equivale a un mercado de bonos corporativos europeos de aproximadamente 780 mil millones de euros.

Tabla 1: Legislación Europea sobre Bonos Garantizados (Fuente: EMF/ECBC)

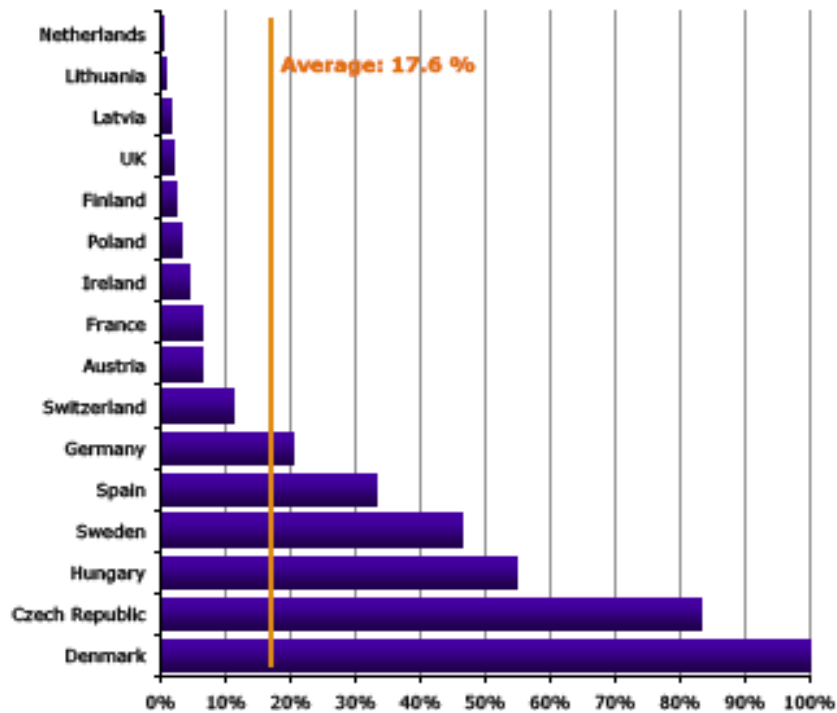
PAÍS	Fecha de entrada vigor/enmiendas	
República Checa	1995	
Dinamarca	1850/1989	
Alemania	1900/2005	Pfandbrief Act
España	1981 /2003	
Francia	1852/1999	
Irlanda	2000	Asset Covered Securities Act
Italia	2005	Primary Legislation*
Letonia	1998	Law on Mortgage Bonds
Lituania	2003	
Luxemburgo	1997	
Hungría	1997	Mortgage Bank Act
Países Bajos	Base contractual	
Noruega	2002/2006	Mortgage Act
Austria	2005	Mortgage Bond Act
Polonia	1928/1998	
Portugal	2006	
Finlandia	2000	
Suecia	2004	
Reino Unido	Base contractual	
Rumanía	2006	Mortgage Bond Law
Ucrania	2005	Law on Mortgage Bonds
Suiza	1930/1996	Pfandbriefgesetz (PFG)
Nota: *introducción de los Artículos 7bis y 7ter que actualizan la Ley sobre Titulizaciones 80/2005 (<i>Securitisation Law</i>). Pendiente de legislación secundaria.		

¹ EuroMTS Limited es la empresa que gestiona la plataforma electrónica paneuropea de contratación de bonos Eurobenchmark, públicos o semipúblicos, bonos en euros que tengan al menos un tamaño en circulación de 5 billones de Euros.

² Fuente: EMF/ECBC

Teniendo en cuenta el volumen de los *pools* de garantía y el bajo nivel de refinanciación hipotecaria actual, conseguido a través de la emisión de bonos garantizados en mercados hipotecarios con un gran desarrollo como el de Reino Unido, los Países Bajos o Italia (Ver el Gráfico 1), el mercado cuenta con un considerable potencial de crecimiento. Es más, la implementación de legislación sobre bonos garantizados en mercados hipotecarios con alto índice de crecimiento, como es el caso de Polonia y Hungría, contribuirá de forma positiva a que se desarrollen los propios mercados hipotecarios. Los grandes volúmenes y diferenciales conseguidos en algunos países han animado también a otros países como Portugal e Italia a promulgar legislación sobre bonos garantizados.

Gráfico 1: Bonos Hipotecarios Garantizados Residenciales y Comerciales representados como % de préstamos hipotecarios -2005



Fuente: EMF/ECBC

2.2. Bonos de Titulización Hipotecaria (RMBS)

2.2.1. ¿En qué consisten los RMBS?

Los Bonos de titulización hipotecaria (*Residential Mortgage Backed Securities - RMBS*) componen junto con los bonos garantizados los principales instrumentos de refinanciación de los mercados de capitales europeos, que utilizan las carteras hipotecarias en forma de colaterales o activos.

En una operación con *RMBS* de efectivo, el banco, la entidad financiera o la entidad independiente generadora de una cartera hipotecaria transfiere la cartera de activos a un sociedad vehicular especial (*Special Purpose Vehicle - SPV*) a cambio de liquidez, lo que constituye un pago en relación al valor de los préstamos. La *SPV*, que es una entidad protegida en caso de quiebra, emite valores para los inversores y utiliza los pagos que provienen de la emisión de los bonos para adquirir la cartera de activos. Los pagos de intereses y principal de los préstamos que se van recibiendo se utilizan para amortizar tramos preferentes y subordinados, además de los tramos

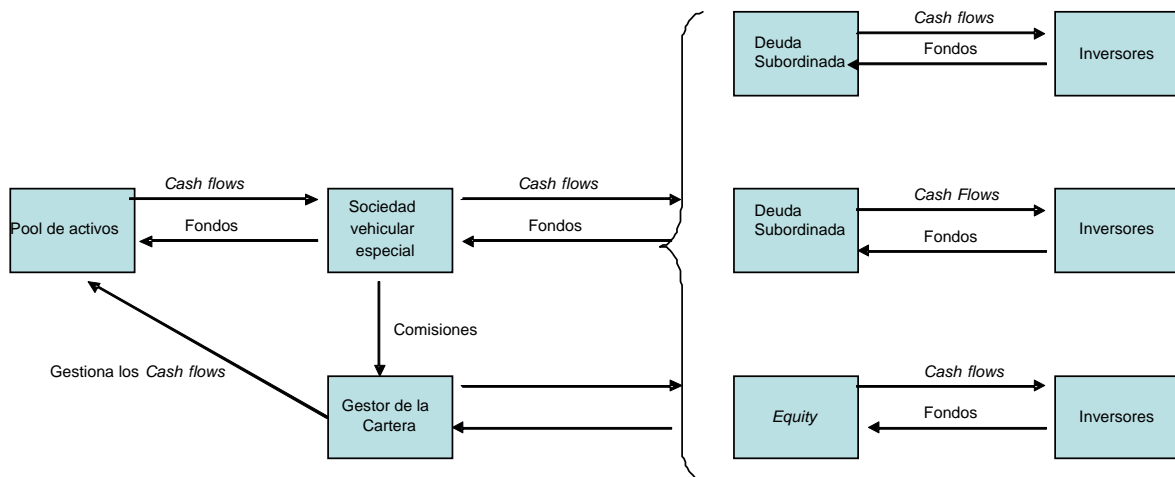
equity/primerá pérdida (Ver Gráfico 2).

2.2.2. ¿Cómo funcionan los RMBS?

Existen dos tipos principales de estructuras de RMBS:

- **RMBS de efectivo.** El fundamento de la emisión de RMBS puede ser el de acceder a la refinanciación en combinación con la transferencia de riesgo (por razones legislativas o motivadas económicamente). Los bonos generalmente se dividen en tramos según la calificación crediticia (desde Aaa/AAA en orden descendente hasta alcanzar los tramos de primera pérdida no calificados). Los bonos emitidos por las SPV pueden ser a tipo fijo o variable, pero si existe discordancia entre el tipo de interés de los préstamos hipotecarios y el de los bonos de las SPV, se hace necesario emplear un *swap* de tipos de interés u otra técnica de cobertura de riesgo. Un tipo específico de estructura RMBS de efectivo es el "master trust", diseñado para una emisión continua y rentable donde los *cash flows* de un pool hipotecario grande se distribuyen en tramos, y donde los préstamos que se prepagan pueden sustituirse en nuevas hipotecas elegibles para el reabastecimiento de fondos;
- **Los RMBS Sintéticos.** De forma alternativa, si la transacción obedece a motivos legislativos o de transferencia de riesgo económico diferente a la refinanciación, los préstamos hipotecarios no serán vendidos a una SPV, sino retenidos en el balance de la entidad generadora. Esto es lo que se conoce como titulización sintética. El riesgo es transferido por la entidad originadora que adquiere la protección de crédito en forma de derivado de crédito. La entidad generadora normalmente adquiere la protección a una SPV, que emite bonos asociados a la evolución del crédito del *pool* de referencia. La fuente de reembolso de los bonos asociados al crédito es la liquidez proveniente de la venta de los bonos, junto con el pago del *swap* entre la entidad generadora y la Sociedad SPV.

Gráfico 2: Ilustración de la Estructura de Operaciones RMBS



2.2.3. *Fundamento para la emisión de los RMBS*

Los *RMBS* resultan de gran interés para alcanzar los compromisos sociales y económicos deseados, como es estimular el aumento del número de viviendas en propiedad, la disponibilidad de las mismas y la reducción de los costes del crédito al consumo; también el fomentar estructuras y entidades de mercado eficientes, facilitar la utilización y distribución racional del capital, y la consecución de los objetivos gubernamentales en materia de política fiscal, económica y legislativa.

La emisión de los bonos *RMBS* se traduce en un gran número de ventajas para la entidad generadora del préstamo. El proceso de originación y venta del préstamo permite a las entidades generadoras maximizar los beneficios en capital, y que aquellos prestamistas hipotecarios que no son bancos de depósito puedan acceder a nuevos mercados, fomentando de esta forma la innovación y la competencia.

Otra ventaja es la variedad y el número de inversores diferentes disponibles para los diversos tramos, desde los calificados como AAA, a los de primera pérdida no calificada. El conjunto de inversores en este caso es diferente al que puede existir para otros productos que ofrecen ingresos fijos, lo que permite a las entidades generadoras diversificar las fuentes de refinanciación. Los bonos *RMBS* atraen a inversores interesados en determinados tipos de activos que tienen un tipo específico de diferencial y de riesgo.

Como no existen ratios fijos de sobrecolateralización especificados por ley, la titulización proporciona una alta liquidez en relación al importe del principal que se utiliza como colateral.

Desde el punto de vista de la gestión de riesgos, la titulización permite a las entidades generadoras la verdadera transferencia del riesgo de crédito a terceros, y en muchas ocasiones, también del riesgo por amortización anticipada.

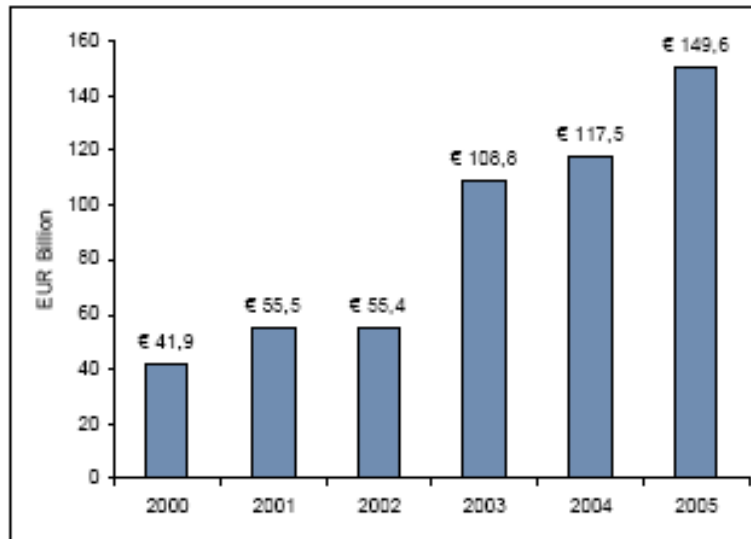
Este producto también reduce la no correspondencia entre activos/pasivos, ya que la vida media de un bono *RMBS* es normalmente similar a la de los préstamos hipotecarios subyacentes. Esto permite a los bancos originadores alcanzar la reducción de capital regulatorio por la cantidad de riesgo transferido.

2.2.4. *Mercado de los bonos RMBS*

En términos de volumen de mercado, se espera que el año 2006 sea un año record en términos de emisión de bonos *RMBS*, que experimentaron un crecimiento significativo durante el año 2005, cuando la emisión anual alcanzada fue de 144,9 mil millones de euros. En términos generales, se estimó que el volumen de bonos *RMBS* en circulación durante el tercer trimestre de 2006 era de aproximadamente 500 mil millones de Euros³. Los *RMBS* representan aproximadamente un 10% del volumen total de préstamos hipotecarios residenciales en circulación en la Unión Europea, que es de aproximadamente 5,1 billones de Euros.

³ Fuente: Grupo de trabajo de investigación ESF; Bloomberg

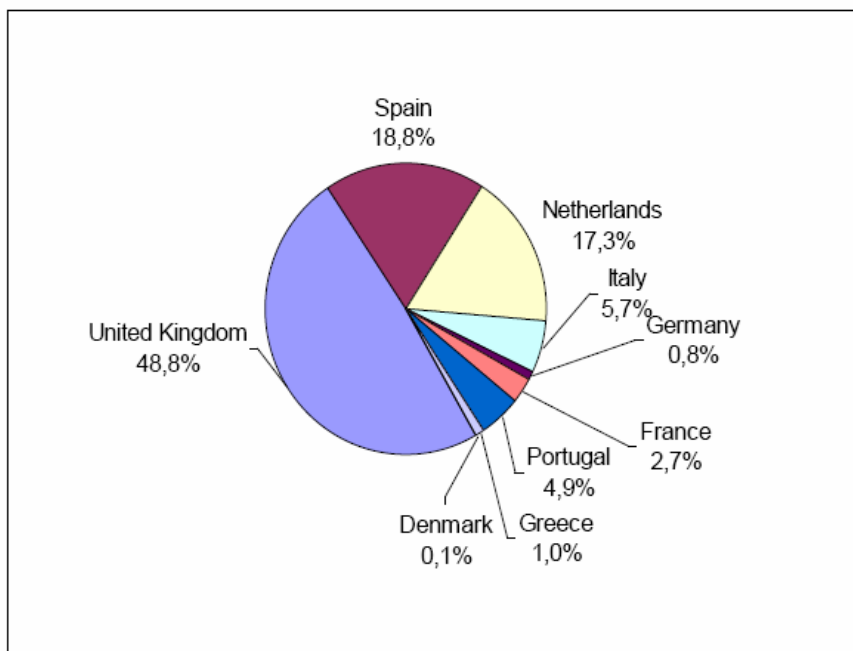
Gráfico 3: Emisión Histórica Europea de Bonos RMBS: 2000–2005



Fuentes: Informa, IFR y RBS

El Mercado está creciendo rápidamente en términos de diversificación geográfica y de innovación de estructuras y de productos, como es el caso de la titulización de préstamos *non-conforming*. En el Reino Unido, los productos *RMBS non-conforming* (*sub-prime* y compra para alquiler) constituyen aproximadamente un 16% de los emitidos hasta la fecha en el año 2006.

Gráfico 4: Emisión de Bonos RMBS (según el colateral) en 2005 por País

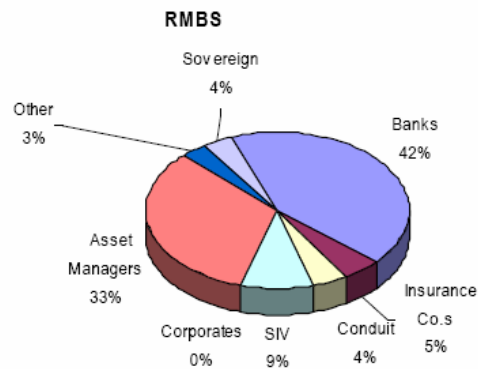


Fuentes: JP Morgan Securities, Inc., Dealogic, Thomson Financial y Structured Finance International

Entre los inversores institucionales de bonos RMBS , para las dos clases, *true sale* y sintéticos, están incluidas instituciones como bancos, fondos de pensiones y seguros, gestores de fondos, fondos de inversión de crédito y fondos de alto riesgo, bancos centrales y empresas. Además, ha aumentado la base de inversores para los tramos de primera pérdida y ahora la demanda supera a la oferta.

Gráfico 5: Tipos de Inversores Europeos de Bonos RMBS, 2005

Graph 5: European RMBS Investors Types, 2005



Fuente: Merrill Lynch

Tabla 2: Resumen de la comparación de las legislaciones europeas sobre Titulización (a Noviembre de 2006) y Volumen de Emisión de los RMBS

	España	Francia	Bélgica	Alemania	Italia	Grecia	Luxemburgo	Portugal	Polonia
RMBS 2004-6 (emisión en € miles de millones)	67,5	10,2	1,0	7,6	25,6	5,3	0,0	16,3	N/A
SPV									
Tipo de SPV	Fondo	Fondo	Fondo/Compañía	Compañía	Compañía	Compañía	Fondo/ Compañía	Fondo/ Compañía	Fondo/ Compañía
Requerimientos para el registro de licencias de las SPV	Inscripción en la entidad reguladora de los fondos de titulización	Ninguno, pero el fondo debe constituido y gestionado en Francia.	Inscripción en la Entidad Reguladora.	N/A	Inscripción en la entidad bancaria reguladora.	Ninguno	Inscripción en la entidad reguladora de los fondos de titulización.	Inscripción en la entidad reguladora de los fondos de titulización y autorización de la entidad bancaria reguladora.	Inscripción en la entidad supervisora del mercado financiero.
Restricciones estructurales (compartimentos segregados, renovación de activos?)	Estructura cerrada (no hay renovación de activos o compartimentación)	No hay restricciones	Estructuras restringidas (no existe amortización o recompra de activos)	No regulado.	No regulado	Las titulaciones de las SPV no pueden ser ofrecidas al público	No hay restricciones	No hay restricciones	No regulado
Titulizaciones de efectivo									
	España	Francia	Bélgica	Alemania	Italia	Grecia	Luxemburgo	Portugal	Polonia
True Sale de activos respaldados por Hipotecas	Subparticipación a través de la emisión de participaciones hipotecarias.	Ejecución de un contrato de traspaso sin requisitos adicionales añadidos.	Ejecución de un contrato de traspaso sin requisitos adicionales añadidos	Inscripción en el Registro de Refinanciación.	Publicación del traspaso en el Boletín Oficial y registro en el Registro de Propiedad.	Ejecución y registro de un acuerdo de cesión/traspaso	Ejecución de un poder notarial de traspaso. No queda claro si es obligatorio o no Inscripción en el registro de la propiedad.	Ejecución y Registro de un acuerdo privado de cesión.	Ejecución del acuerdo de titulización sujeto a condiciones específicas.

¿Están permitidos los <i>cash flows</i> futuros?	Sí, con restricciones.	Sí, con restricciones.	Sí, con restricciones.	No regulado, pero permitido en la práctica.	Sí, con restricciones.	Sí, con restricciones.	Sí. La cesión está expresamente protegida frente a la quiebra.	Sí, con restricciones.	Sí, con restricciones.
Titulización sintética	Permitida por ley	Permitida por ley	Permitida por ley	No regulada	No regulada	No regulada	Permitida por ley	No regulada	No regulada
Fuente: <i>European Securitisation Forum</i>									

<i>Régimen Fiscal</i>									
	España	Francia	Bélgica	Alemania	Italia	Grecia	Luxemburgo	Portugal	Polonia
¿Están sujetas las SPV a un régimen fiscal específico?	No	Sí	Sí	No, aunque se aplican determinadas disposiciones relativas a la reducción de impuestos por motivos comerciales	No	Sí (con algunas excepciones)	Sí	No	Los fondos sí, las compañías no
¿Retención de impuestos en los cash flows dentro y fuera de las SPV?	<p>Cash flows de entrada: no deberían estar sujetos a retención.</p> <p>Los Cash flows de salida: Pueden existir retenciones dependiendo del país de residencia del inversor.</p>	<p>Cash flows de entrada: depende del Estado del que provenga la fuente de ingreso.</p> <p>Cash flows de salida: El pago del interés por la SPV oficial (llamado FCC-Flujo de caja de capital) está sujeto a una retención fiscal nacional del 16%, a no ser que se estipule por convenio un porcentaje inferior. Se debe determinar si un FCC será transparente fiscalmente de acuerdo con el objetivo del convenio o no, y si se pueden acoger a alguno.</p>	Sí puede haber exenciones fiscal es y reducciones.	<p>Cash flows de entrada: no deben estar sujetos a retención de impuestos.</p> <p>Cash flows de salida: las retenciones serán pagaderas mediante pagos del principal a los residentes alemanes, en caso de estar involucrado un agente nacional. Los pagos a titulares extranjeros no deben estarlo.</p>	<p>Cash flows de entrada: Retención habitual en cuanto a los impuestos soportados.</p> <p>Cash flows de salida: el 12,5% sobre el interés pagado y las ganancias de capital para los particulares italianos y las entidades que se encuentran en la "lista negra"</p>	<p>Cash flows de entrada: deberían estar exentos de retención.</p> <p>Cash flows de salida: no existe exención completa de impuestos si los cash flows provienen de titulizaciones de las SPV.</p>	Distribuciones y otros ingresos pagados=pagos de interés => no están sujetos a retención		Fondos-exentos; Compañías-sí, según las normativas de carácter general.

<i>Régimen Fiscal</i>									
	España	Francia	Bélgica	Alemania	Italia	Grecia	Luxemburgo	Portugal	Polonia
- ¿IVA en los Servicios prestados a las SPV?	IVA exento en la Gestión y Custodia	Las comisiones de gestión gravadas a las SPV por la sociedad gestora están exentas de IVA. Pueden, sin embargo estar sujetas la IVA si así lo decide la sociedad gestora.	Sí existe exención en determinados servicios	Depende de la naturaleza de los servicios. Normalmente se espera que estén exentos de IVA los servicios básicos como las actividades auxiliares, y no los servicios de facturación	Sí	Las SPV están comprendidas dentro del ámbito de aplicación de las disposiciones de IVA habituales	No se grava IVA a los servicios de gestión		Fondos-los servicios de reclamación están sujetos a IVA; la exención es posible pero se requiere que sea estipulado así por ley. Compañía-sí; 1% de impuestos sobre las transacciones civiles- discutible (la exención es posible pero se requiere que se estipule por ley para garantizar la posición del contribuyente

2.3. Estructuras de *Warehousing* temporal

2.3.1. ¿En qué consisten las Estructuras de *Warehousing* temporal?

Son préstamos a corto plazo renovables concedidos a entidades de créditos especializadas y *conduits* (o a corto), con objeto de originar préstamos hipotecarios residenciales.

2.3.2. ¿Cómo funcionan las Estructuras de *Warehousing* temporal?

Un banco concede una estructura de *warehousing* a una entidad de crédito especializada para que ésta pueda suscribir los préstamos hipotecarios. Una vez que se ha acumulado un volumen significativo de préstamos, estos se titulizan o venden, utilizándose los beneficios generados para reembolsar la estructura de *warehousing*. Ésta puede utilizarse de nuevo para originar nuevos préstamos hipotecarios. Este método de refinanciación es muy común entre entidades de crédito especializadas ya que supone una manera eficiente de obtener el capital de trabajo necesario.

2.3.3. Fundamento de las Estructuras de *Warehousing*

La razón de ser de este servicio es ofrecer refinanciación a entidades de crédito, que de lo contrario tendrían dificultades para obtener liquidez, ya que no toman depósitos, suelen ser demasiado pequeños para acceder a los mercados de capital en forma de prestatarios no garantizados, y no son bancos por lo que no tienen la posibilidad de contar con la refinanciación de la venta de partes del préstamo de otros bancos. Estas estructuras permiten por lo tanto que entidades de crédito alternativas y pequeñas puedan tener acceso a la refinanciación y puedan conceder préstamos a segmentos de población que normalmente quedarían excluidos.

2.3.4. Mercado de las Estructuras de *Warehousing* temporal

Son servicios utilizados principalmente por entidades de crédito especializadas en crédito hipotecario. Suelen emplearse en países donde este tipo de entidades cuentan con una mayor actividad, especialmente en el Reino Unido, y últimamente también en los Países Bajos y Alemania. Aunque no existen estadísticas oficiales sobre la disponibilidad y el volumen de las estructuras de *warehousing*, se estima que su volumen total se sitúa entre los 5 y los 10 mil millones de euros.

El objetivo de este tipo de servicios es fomentar la entrada en el mercado de nuevos prestamistas que supongan una alternativa a los bancos, y puedan competir con los prestamistas ya establecidos a nivel de productos y precios ofrecidos. Por lo menos en un primer momento, estos nuevos prestamistas tienden a centrarse en segmentos de mercado cuyas necesidades de refinanciación y de acceso a productos hipotecarios no se han visto satisfechas por el prestamista tradicional, desempeñando de esta manera una labor significativa al contribuir a aumentar la oferta de productos disponibles en el mercado, y al hacerlos accesibles a segmentos de población que quedaban excluidos. El mercado de las estructuras de *warehousing* es de naturaleza privada, y todos los elementos que componen este servicio (volumen, plazos máximos, anticipos, precios, criterios de elegibilidad para originar los préstamos, nueva financiación, etc.) se negocian de forma bilateral entre las partes implicadas.

2.4. Venta Total o Parcial de Carteras de Préstamos (*Whole Loan Sale*)

2.4.1. ¿En qué consiste la Venta Total o Parcial de Carteras de Préstamos?

La venta de carteras de préstamos es otro mecanismo de refinanciación con el que cuentan las entidades generadoras y que consiste en la venta y cesión de una cartera hipotecaria a un tercero.

Esto se puede hacer de forma sistemática o *ad hoc*.

De forma sistemática significa que la entidad generadora suscribe los préstamos hipotecarios atendiendo a unas directrices concretas fijadas por el futuro comprador, y una vez que la cartera hipotecaria ha alcanzado un cierto volumen, y se han cumplido las condiciones para originar la hipoteca, vende la cartera. Con ello se consigue que los inversores hipotecarios (inversores hipotecarios especializados u originadores hipotecarios) pueden adquirir una cartera hipotecaria que reúna una serie de criterios que les permita conseguir la calidad crediticia deseada, o bien la diversificación de sus activos hipotecarios. Por ejemplo, una entidad de crédito hipotecario regional puede comprar una cartera a otros prestamistas regionales, y crear así una cartera nacional; o un inversor puede constituir un *pool* hipotecario al adquirir carteras de préstamos a terceros, y buscar luego una salida a estos activos a través de la titulización. También es un método por el cual el originador hipotecario puede transferir el riesgo asociado a su principal línea de negocio (por ejemplo, una compañía de seguros puede estar interesada en vender seguros, lo que en algunos países está directamente relacionado con los préstamos hipotecarios).

La venta *ad hoc* significa que un inversor hipotecario puede estar interesado en constituir una cartera hipotecaria comprando *pools* hipotecarios a distintas entidades generadoras puntualmente. Una entidad originadora hipotecaria, como por ejemplo una compañía de seguros, puede tener interés en abandonar el negocio vendiendo de una vez todos sus activos hipotecarios; otro caso posible es que la entidad generadora quizás quiera vender una parte de su cartera para así poder reestructurar su contabilidad hipotecaria y mejorar la gestión de los riesgos hipotecarios.

2.4.2. ¿Cómo funciona la Venta de Carteras de Préstamos Hipotecario?

Una cartera de hipotecas residenciales se vende a un tercero a través de un acuerdo de compraventa hipotecario, quien normalmente recibe del prestamista una prima por encima del valor nominal de los préstamos. La venta se suele llevar a cabo mediante un proceso de subasta, constituido generalmente por dos rondas. Tras la primera ronda, los compradores preferentes realizarán una auditoría de compra-venta de la cartera, que comprende una nueva suscripción del préstamo y una auditoría. El acuerdo de compraventa hipotecario incluye una serie de representaciones y garantías como parte del mismo. Éstas serían similares a las ofrecidas por una entidad generadora en una operación de *RMBS*, pero tendrían un vencimiento concreto, por ejemplo, de tres años. Normalmente, tanto las representaciones como las garantías están supeditadas a rígidas negociaciones entre las partes implicadas.

El vendedor puede, o bien retener el servicio de la cartera (a cambio de una comisión), o transferirla al comprador o a un servicio de gestión externo.

2.4.3. Fundamento de la Venta de Carteras de Préstamos

Existen varias razones para que las partes participen en operaciones de venta de carteras de préstamos (Ver Tabla 3).

Tabla 3: Razones para participar en operaciones de Venta de Carteras de Préstamos

Vendedor	Comprador
Supone una fuente adicional de refinanciación	"Comprar y mantener"
Eliminar de balance los activos hipotecarios	Deseo de conseguir riesgo para nuevos tipos de activos
Posibilidad de vender obteniendo en muchos casos beneficios por encima del valor nominal	
	Arbitraje/Situación preferencial
Capacidad de originar Apalancamiento	Crear una masa crítica en el mercado hipotecario
Eficacia de ejecución	Adquirir una cartera de clientes
Los límites de riesgo para los activos hipotecarios o tipos de productos están cerca de ser superados	
No forman parte del núcleo del negocio, por ejemplo, una empresa aseguradora que no quiera mantener activos hipotecarios a largo plazo, ya que los préstamos pueden haber sido originados para generar negocio de seguros	

Fuente: MFEG

Una tendencia que va en aumento es que los generadores hipotecarios busquen en la venta de carteras de préstamos una fuente adicional de ingresos, que permite a los prestamistas obtener dos flujos de beneficios en el libro bancario: por un lado un margen de beneficios neto al retener los préstamos, y un beneficio en forma de prima o comisión, generado a través de la venta de partes del préstamo (Ver Gráfico 6).

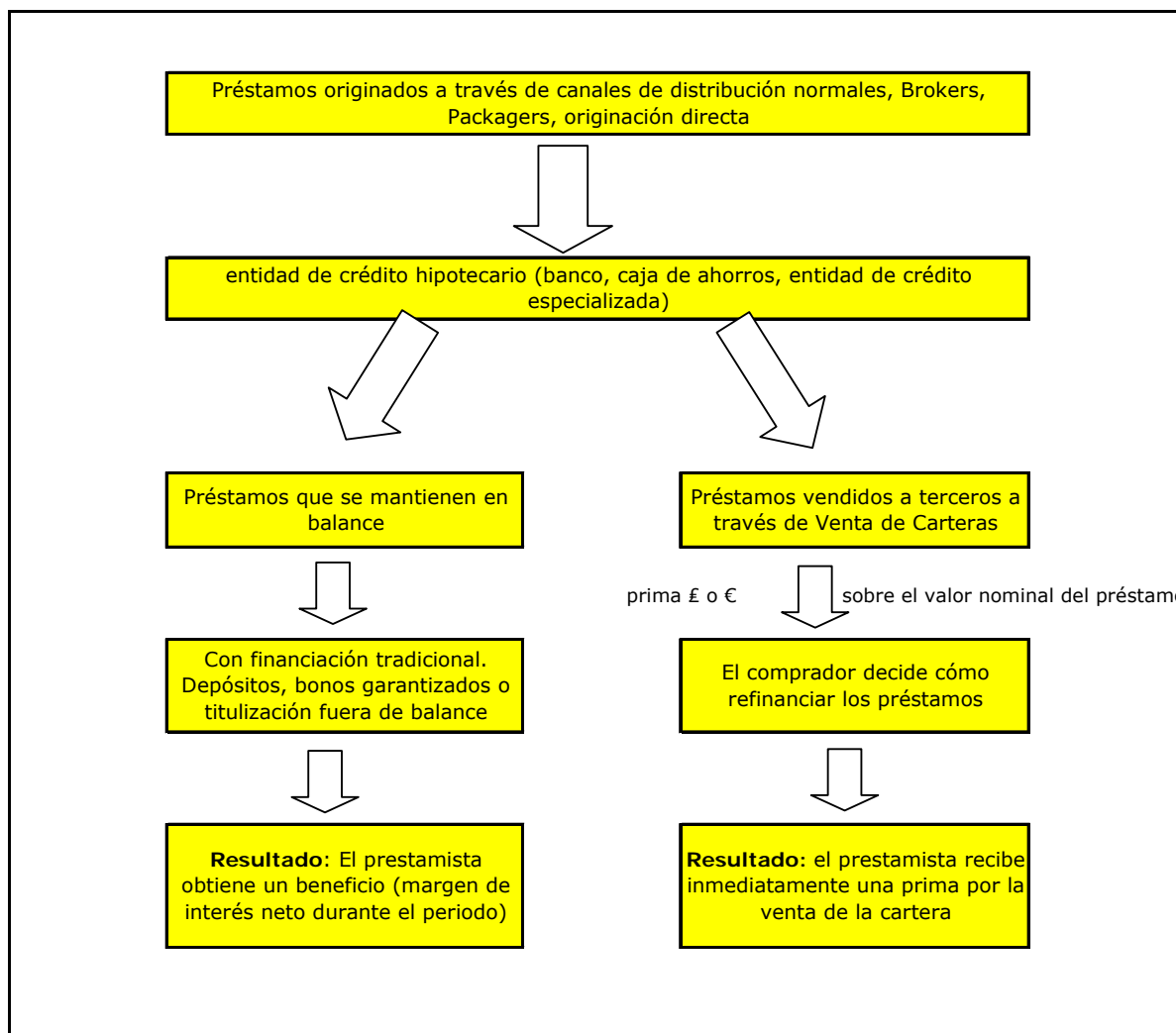
La clave aquí es que el prestamista es capaz de apalancar su propia red de generación de préstamos para generar beneficios a través de las comisiones.

2.4.4. Mercado de la Venta de Carteras de Préstamos

A finales de los años 80, el mercado norteamericano vio como la cadena de valor del sector hipotecario se quebraba. Esto derivó en una originación más eficiente de los préstamos y en la refinanciación de los activos. El originador hipotecario se especializa en suscribir préstamos a cambio de una comisión, que generalmente equivale a la cantidad pagada por el comprador del *pool* hipotecario por encima del valor nominal; el inversor hipotecario consigue crear su propia cartera, controlar el volumen de exposición al riesgo y sus objetivos de diversificación; y un tercero se especializa en la gestión de la cartera en representación del inversor hipotecario a cambio de una comisión.

Es más, la venta de carteras de préstamos puede derivar en una operación dentro del mercado de capitales, ya que el inversor hipotecario busca deshacerse del *pool* hipotecario a través de la titulización. Por esta razón, el préstamo puede originarse atendiendo a unas directrices y unos documentos específicos, que a cambio permiten una homogenización y estandarización, facilitando el control de la operación en el mercado hipotecario.

Gráfico 6: Generador Hipotecario Habitual que utiliza como método de refinanciación la Venta de Carteras de préstamos



Fuente: S&P

Aunque en EEUU el negocio de la venta de carteras de préstamos constituye la principal actividad para la emisión de bonos *RMBS*, en el mercado europeo está todavía poco desarrollado.

La mayor parte de la actividad europea hasta la fecha ha estado centrada en el Reino Unido, con un creciente número de participantes en el negocio de las carteras "near prime (riesgo alto y medio)" y las "hipotecarias especializadas" '. Fuera de Reino Unido, existe algo de actividad en Los Países Bajos, Alemania y Bélgica.

El volumen de negocio previsto para este año en el mercado de Reino Unido es de entre £10 y £20 mil millones, apoyado por un creciente número de entidades tradicionales de crédito hipotecario y "creadores de mercado". Se espera que la actividad en otros países aumente a medida que lo hace el interés y el grado de conocimiento sobre este método de refinanciación.

3. MEJORAS DEL RIESGO DEL CRÉDITO OFRECIDAS POR TERCEROS

3.1. ¿Qué se entiende por mejoras del riesgo crediticio ofrecidas por terceros?

Las mejoras crediticias ofrecidas por terceros constituyen acuerdos que cubren a las entidades originadoras frente a diferentes tipos de riesgo, bien para un préstamo hipotecario en concreto o para una cartera de préstamos hipotecarios.

3.2. ¿Cómo funcionan las mejoras del riesgo crediticio ofrecidas por terceros?

El seguro hipotecario es el seguro que cubre la posibilidad de impago del préstamo, típico en los préstamos hipotecarios residenciales con un ratio *LTV* alto. Según este tipo de póliza, es el prestamista y no el prestatario el que está asegurado. El seguro cubre las pérdidas que pueda sufrir el prestamista en caso de impago por parte del prestatario si los ingresos derivados de la venta del inmueble no resultan suficientes para cubrir la deuda pendiente y los gastos de recuperación.

En una titulización, el seguro hipotecario cubre generalmente la primera pérdida. El hecho de que un proveedor con alta calificación crediticia incluya la cobertura por primera pérdida en el seguro hipotecario, fomenta la constitución de los *RMBS* mediante procesos y costes eficientes.

Los derivados de créditos son acuerdos contractuales entre dos partes, que son quienes establecen las pautas a seguir con respecto al uso de los instrumentos derivados como método para transferir el riesgo de una parte a la otra. La parte que asume la posición del riesgo (vendedor de protección) recibirá una prima en contrapartida. Una de las principales diferencias entre el seguro hipotecario y los derivados de crédito es que, en el caso de los derivados de crédito el comprador de la protección recibe a cambio una compensación al producirse uno de los eventos de crédito estipulados, mientras que en el caso del seguro hipotecario, el que contrata el seguro tiene obligatoriamente que presentar su reclamación enmarcada en el contexto del contrato de seguro, y atendiendo a las posibles excepciones estipuladas.

El pago de reclamaciones suele producirse habitualmente después de la ejecución y no inmediatamente después del evento de crédito.

Una garantía bancaria es un contrato unilateral entre un banco que actúa como garante y un beneficiario, que es a quien se garantiza. Las garantías también pueden ser ofrecidas por los llamados Garantes financieros *monoline* o *multiline*, que ofrecen garantías de pago puntuales para los bonos titulizados que cuenten con una calificación crediticia alta, o para los *swaps super-senior*, en el caso de las titulizaciones sintéticas.

3.3. Fundamento de las Mejoras de Riesgo del Crédito Ofrecidas por Terceros

Pueden proporcionar una serie de beneficios y fomentar la eficacia tanto de los mercados hipotecarios primarios como de los secundarios:

- **Incremento de la eficiencia en la titulización de activos.** Los productos de mejora crediticia son positivos para la refinanciación, ya que permiten a las entidades originadoras refinanciar amplias partes de sus carteras a un interés mejorado. En las operaciones de titulización, los servicios de mejoras de riesgo crediticio ofrecidos por terceros asumen posiciones de riesgo específico, y con ello logran mejorar los tramos de las carteras de préstamos hipotecarios, reemplazando otros tipos de mejoras crediticias. Las compañías de seguro suelen participar en los tramos *super-senior* de las titulizaciones, facilitando garantías de pago para los

bonos con la calificación crediticia más alta. El seguro hipotecario ofrece protección por primera pérdida y contribuye a aumentar el volumen de bonos con alta calificación crediticia que se emiten para una transacción. Otros servicios de mejoras ofrecidos por terceros, como los Fondos Nacionales de Garantía Hipotecaria (*Nationale Hypotheek Garantie-NHG*) holandeses también se tienen en cuenta para la división por tramos de las operaciones de titulización más revelantes.

- **Aumento del volumen y la liquidez** de las operaciones de mercado secundario.
- **Mejora de la eficiencia** del mercado secundario en Europa, especialmente del mercado de los bonos garantizados. Muchos agentes reguladores han debatido acerca de si los servicios de mejoras crediticias ofrecidos por terceros deberían incluirse en el *pool* de colaterales para mitigar los riesgos de crédito inherentes a los préstamos con un *LTV* alto, permitiendo de esta manera que se puedan refinanciar muchas de las posiciones incluidas en el libro bancario a través de los bonos garantizados. El estudio *Mercer Oliver Wyman*⁴ sobre riesgo y refinanciación subrayó que existían 500 billones de Euros en concepto de recursos no explotados y demandados para destinar a los productos hipotecarios de bajo capital (*low equity*).
- **Aumento de la gestión de riesgo** que refuerza la sujeción a estrictas directrices sobre préstamos y realiza verificaciones durante la vida del préstamo a través de auditorías regulares. El riesgo de crédito está extendiéndose del sector bancario a otros sectores.
- **Reducción de los requerimientos de capital.** La Directiva DRC ha ampliado el abanico de productos relacionados con las técnicas de mitigación del riesgo de crédito que las entidades de crédito utilizan para reducir en ciertos tipos de activos los requerimientos regulatorios de capital. La DRC (siempre y cuando se cumplan una serie de criterios) reconoce como técnicas de mitigación del riesgo elegibles las garantías y derivados de crédito, y ha introducido también una serie de normas respecto a su uso. Mientras que los derivados de crédito se emplean normalmente para proteger los *pools* de préstamos, especialmente en las transacciones *RMBS*, los seguros hipotecarios están diseñados especialmente para mitigar el riesgo asociado a préstamos individuales o a carteras hipotecarias, tanto en el mercado primario como secundario.

Gráfico 7: Impacto de las Mejoras Crediticias Ofrecidas por Terceros (Genworth Financial)

TRAMOS DE RMBS SIN MEJORAS CREDITICAS	TRAMOS DE RMBS CON MEJORAS CREDITICAS
AAA	AAA
AA-A	AA-A
BBB	BBB
FONDO DE RESEVA	FONDO DE RESEVA

⁴ "Riesgo y Refinanciación en el marco de las Hipotecas Residenciales Europeas", Mercer Oliver Wyman, Londres, Abril 2005

3.4. Mercado de las Mejoras Crediticias Ofrecidas por terceros

Algunos países europeos como Suecia, Finlandia, Francia, Hungría y los Países Bajos han desarrollado esquemas de garantías institucionales a pesar de presentar a menudo características diferentes y perseguir objetivos ligeramente distintos. Ejemplos de ofertas por parte del sector institucional son:

- El NHG holandés (Fondo Nacional de Garantía Hipotecaria) que garantiza los préstamos específicos concedidos a prestatarios particulares en los Países Bajos;
- La Plataforma de Provisión patrocinada por el Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), que ofrece protección a las entidades originadoras de hipotecas residenciales europeas y provee una plataforma de titulización sintética para estas.

Las garantías institucionales han sido creadas para poder cumplir con los objetivos de política gubernamental como: el aumento del volumen de viviendas en propiedad, el apoyo a las familias con ingresos bajos, el fomento del sector de la construcción, etc. De todas formas, parece que no siempre funcionan correctamente, ni se gestionan según las prácticas de mercado, ni se fijan los precios de forma adecuada⁵.

Las ofertas a nivel privado provienen de aseguradoras de bonos, entidades de crédito y compañías aseguradoras, generalmente en forma de Compañías Monolines.

4. GESTIÓN

4.1. ¿En qué consisten los Servicios de Gestión Ofrecidos por Terceros?

La gestión de servicios hipotecarios comprende tanto la administración como la gestión diaria de los préstamos hipotecarios desde el momento en que se generan hasta que se efectúa el pago final. La administración incluye: el cálculo y el cobro de los pagos del principal y de los intereses, el mantenimiento de cuentas bancarias para las transacciones de titulaciones, el pago de impuestos y primas, y el cobro de los pagos vencidos incluyendo la ejecución hipotecaria.

En Europa, donde la mayor parte de los préstamos hipotecarios se refinancian "dentro de balance", las carteras hipotecarias son normalmente gestionadas por el prestamista que las origina. Durante los últimos diez años, el crecimiento de la refinanciación "fuera de balance" principalmente través de la titulización, ha contribuido al auge de la externalización de los Servicios de Gestión. Estas entidades ofrecen a los propietarios legales o económicos de los préstamos la gestión total de los mismos.

4.2. Aumento de la Externalización de los Servicios de Gestión

El crecimiento continuo del mercado de titulaciones europeo ha contribuido a que un volumen creciente de los activos hipotecarios sea gestionado por servicios de gestión externos. A medida que aumentan los volúmenes de emisión de los *RMBS* en las nuevas jurisdicciones europeas, también lo hace el número de gestores nacionales y transfronterizos, dispuestos a ofrecer servicios eficientes de administración, información y cobro.

Además, la aparición de la venta de carteras de préstamos como alternativa viable de refinanciación, también está contribuyendo al aumento de la demanda de los servicios

⁵ El Crédito Hipotecario en los Países Europeos: restricciones en la explotación del mercado de la moneda única", Bob Buckley y Rob Van Order.

de gestión externos. El hecho de que a menudo los operadores de venta de carteras de préstamos deseen tener capacidad para transferir todos los riesgos legales, operacionales y de crédito asociados a una cartera también debería contribuir al aumento de la demanda de este tipo de servicios de gestión externos. Esto es especialmente notable en el Reino Unido, donde se ha producido una transferencia total de los servicios de gestión en la mayor parte del comercio de carteras hipotecarias.

Como muestra el desarrollo del mercado estadounidense, los servicios de gestión pueden desempeñar un rol estratégico en la vinculación entre los mercados hipotecarios primarios y secundarios. Estos servicios permiten desglosar la originación, gestión y refinanciación hipotecaria de manera que las entidades originadoras puedan concentrarse en sus principales líneas de negocio y destinar partidas de capital a las operaciones que mayores beneficios les pueden suponer. Se observa que van apareciendo nuevas entidades crédito especializadas en varios países europeos. Algunos de estos agentes emplean la titulización exclusivamente como su principal herramienta de refinanciación y, a través de la cuota de riesgo *front-end* y la división del riesgo hipotecario en tramos mediante los *RMBS*, consiguen ofrecer una amplia variedad de productos hipotecarios de gestión de riesgo a los prestatarios minoristas.

La Tabla 4 muestra una lista de los servicios de gestión que operan en distintos países. Sólo un pequeño número de estas entidades están involucradas en servicios de gestión transfronterizos. Los dos principales servicios de gestión europeos son HML y Stater. HML opera exclusivamente en las Islas Británicas y ofrece servicios de administración y gestión a un amplio sector *non-conforming*. Stater ofrece servicios de gestión *end-to-end* (totales) en los Países Bajos (donde controla el 30% del mercado hipotecario), en Bélgica y en Alemania.

Tabla 4: Lista que ilustra los principales Servicios de Gestión que operan en la UE

Fuente: S & P

REINO UNIDO	ALEMANIA	ITALIA	PAÍSES BAJOS
Homeloan Mortgages Ltd. (HML)	Stater Deutschland GbmH & Co KG	Crédito Fondiario e Indust Ital Fondiario SpA	Stater Quion
Scarborough Mortgage Services Vertex	Crown Mortgage Management GmbH	SpA Zenith Service S.l.r	
Crown Northcorp		Securitization Services	
ESPAÑA	PORTUGAL	BÉLGICA	FRANCIA
UCI	Domus	Crown Mortgage Master Servicer	Credit Foncier

Fuente: S&P

4.3. Ratios de los Servicios de Gestión Externalizados⁶

Existen diversas razones para recurrir a los servicios de gestión externalizados.

En primer lugar, muchas entidades originadoras tienen capacidades de gestión limitadas en los países en los que operan. Por lo tanto, los servicios de gestión externalizados constituyen una parte esencial de su plan de negocios. Para aquellas entidades financieras que desean acceder a un mercado hipotecario extranjero, se traducen en una reducción en los costes de acceso ya que permiten competir con el resto de prestamistas existentes.

En segundo lugar, los servicios de gestión externalizados pueden ocasionar beneficios en términos de eficiencia. Aquellas entidades financieras pequeñas o medianas que necesiten realizar una inversión significativa en equipos de ingeniería informática y de control de calidad para poder cumplir así con los requerimientos de Basilea II y los requerimientos de solvencia, pueden ceder estos servicios a gestores externos. Los informes sobre titulaciones y bonos garantizados también pueden ser realizados por servicios de gestión externos. Es más, a través de la puesta en común de las actividades que llevan a cabo, estos servicios pueden desarrollar y compartir una mejor práctica de mercado.

En tercer lugar, estos servicios pueden fomentar el desarrollo de una vinculación entre los mercados financieros primarios y secundarios, y respaldar la refinanciación fuera de balance además de facilitar el acceso a los mercados de capitales.

El desarrollo continuado de estos servicios supondrá un aumento del nivel de transparencia en los activos refinanciados a través de fondos garantizados, contribuyendo así a aumentar la liquidez y disminuir el coste de refinanciación para las entidades originadoras.

5. AMORTIZACIÓN ANTICIPADA

5.1.1. Contexto

Esta opción está contemplada de diferentes formas en Europa, bien por ley o por costumbre, o por la conjunción de ambas. Estas diferencias no hacen sino complicar la concesión de préstamos hipotecarios transfronterizos y la refinanciación hipotecaria transfronteriza, pudiendo afectar de forma negativa al desarrollo de nuevos productos

⁶ Esta información ha sido recabada de las páginas *web* de diferentes servicios de gestión externos

hipotecarios e instrumentos de refinanciación hipotecaria.

Uno de los obstáculos asociados a la refinanciación transfronteriza es que existe información limitada sobre el comportamiento de la amortización de los *pools* hipotecarios en los distintos países europeos. Esto impacta en la voluntad de compra de las empresas inversoras, y en los precios que los países europeos fijan para sus respectivos instrumentos de refinanciación, cuando el riesgo por amortización anticipada es transferido a las empresas inversoras.

5.1.1. *Derecho Legal*

La amortización anticipada como derecho legal incondicional se encuentra de forma aislada en algunos Estados miembros. En determinados países (por ejemplo, Alemania, y en la jurisprudencia de Reino Unido y de Irlanda), este derecho existe para el caso de la amortización de los préstamos de tipo variable. En Alemania, el derecho de amortización anticipada existe para las hipotecas a tipo fijo con vencimiento superiores a los 10 años, una vez que han transcurrido los primeros diez.

En otros Estados miembros, la amortización anticipada toma la forma de opción contractual. En Alemania, la amortización anticipada de los préstamos hipotecarios a tipo fijo puede ser excluida de forma contractual durante periodos de hasta 10 años, a no ser que se considere que esto ocasiona un perjuicio a la libertad de elección financiera del prestatario⁷. En Dinamarca, los préstamos hipotecarios '*non-callable*', engloban de por sí la exclusión contractual de la amortización anticipada, aunque el consumidor puede volver a adquirir el préstamo al inversor a precio de mercado, a través de la opción llamada de '*entrega*'.

5.1.2. ***Límites o exenciones impuestas a las comisiones por amortización anticipada***

Las prácticas restrictivas pueden ser muy variadas. Los sistemas de compensación están sujetos a un plazo máximo de intereses a tipo fijo, sin ningún tipo de límite (o *cap*) de tipo numérico o proporcional. En Alemania el límite es de 10 años, y en los llamados préstamos *non-callable* daneses el periodo es de cinco años. Las comisiones por amortización anticipada tienen un techo (o *cap*) que se calcula como el porcentaje de exposición en el momento de la amortización anticipada (por ejemplo, en España, Francia e Italia) o se considera un elemento más del tipo de interés (como en el caso de Bélgica y Francia, este último en combinación con un porcentaje).

Las exenciones que se imponen a la amortización anticipada se producen en el caso de que se produzca la venta del inmueble o cuando el prestamista cambia de vivienda o fallece (por ejemplo en Bélgica, Francia y los Países Bajos), y en caso de desempleo del prestatario (como por ejemplo en Francia). Los Países Bajos restringen las compensaciones para mantener el rendimiento al 10% de la exposición por año.

La regulación de las condiciones para ejercer la amortización anticipada se llevaron a cabo durante el periodo de inflación elevada que se produjo en los años 70, cuando existieron preocupaciones sobre la imposibilidad de pago de aquellos prestatarios que habían contratado a tipos de interés muy elevados. Estas preocupaciones se muestran obsoletas hoy en día, aunque existe una excepción: los periodos de tipos de interés fijo demasiado largos de los préstamos *non-callable*, que teóricamente pueden ocasionar niveles de endeudamiento muy elevados. El límite que se establece en Alemania o Dinamarca para los periodos de interés a tipo fijo es de 5 ó 10 años, y aunque es arbitrario, se considera aceptable teniendo en cuenta la duración de los ciclos de tipos

⁷ Según una sentencia del Tribunal Superior de Justicia de 1997. Se considera que este es el caso actual de la venta de inmuebles, para las que existe por ley un derecho legal de amortización anticipada, sujeto a una serie de condiciones.

de interés. Límites como el 3% de la exposición (Francia) o de tres meses de intereses (Bélgica), son demasiado bajos para poder compensar de forma aproximada las pérdidas que se ocasionan. El riesgo de inflación en un futuro podría justificar la reanudación de la homogenización de las normas, aunque no parece que este sea un tema inminente de preocupación.

5.2. Dimensiones Empíricas del Riesgo por Amortización Anticipada

Tabla 5: Resumen de los ratios de amortización anticipada condicionales (CPR) y valores de la opción de amortización en Europa, a mediados de 2006

	Producto	Periodo	CPR*	Cotización del valor de la opción**	Protección <i>call</i> que se ha aplicado
Dinamarca	FTM	20-30 años	10-30% C	30-60pb (30 años) C	Ninguno (algunos descuentos)
	FTT	2-5 años	10% C	0 C	YMPP simétrico
Francia	FTM	15-20 años	10-20% C	n.a., normalmente aprox. 30pb L	PP restringido
Alemania	FTT	5-20 años	n.a.	20-45pb (10 años) L	Ninguno
	FTT	5-20 años	n.a.	10-20pb/10% por año 0-10 pb/5% por año. (plazo invariable) L	Ninguno si pertenecen a las amortizaciones parciales acordadas
	FTT	5-20 años	3-6% C	~0 L	YMPP o restricción
Países Bajos	FTT	5-10 años	15-20% C	30 bp (10 años) C	YMPP 10% p.a., caps
Reino Unido	Mixto (FTT-fijo-variable)	2-3 años y 3 meses	30-40% C	n.a.	PP
Portugal	Variable	12 meses	10-11% C	n.a.	PP No restringidas
España	Variable	12 meses	8-25% C	n.a.	PP restringidos
Italia	Variable	1-6 meses	5-8% C	n.a.	PP restringidos

Fuentes: Merrill Lynch (2006a) y (2006b), Dübel (2006), Soerensen (2006), entrevistas con prestamistas daneses. Evidencia basada en análisis de transacciones del Mercado de capitales (C), plazos bancarios, encuestas y análisis (L).

Nota: *CPR calculado dos años después de la fecha de originación de los *pools* de préstamos que no son actuales (por ejemplo, calculado en 2006/2005 para *pools* emitidos durante 2004/2003). **Margen durante el periodo a tipo fijo con protección *call* completa.

Abreviaturas: CPR ratios de amortización anticipada condicionales, FTM fijo hasta vencimiento, FTT fijo durante un periodo, C precio de las transacciones en el mercado de capitales, L cotización del prestamista, PP penalización por amortización anticipada, YMPP (actuarial) penalización por amortización anticipada para mantener el rendimiento (actuarial).

5.3. Conceptos: Comisión vs. Compensación

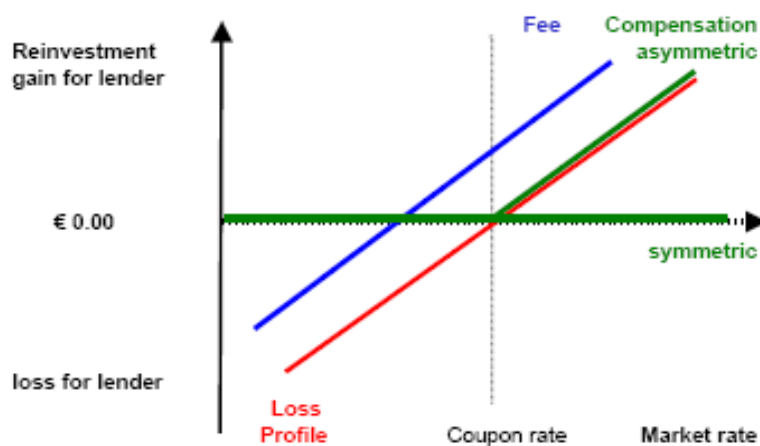
El gráfico 8 desarrolla el concepto básico de comisión y de compensación de la protección *call* para las hipotecas a tipo fijo. Empieza por asumir un cupón a tipo fijo (por ejemplo, del 5%).

Si la amortización anticipada se produce en un momento en que los tipos de interés se sitúan por debajo del interés nominal del préstamo, por ejemplo de un 4%, se produce una pérdida de la reinversión. En este caso la comisión por amortización anticipada reduce la pérdida para el prestamista (línea azul situada por encima de la línea de pérdida roja). Sin embargo, es algo arbitrario y por este motivo no cubre la pérdida. Las compensaciones por mantenimiento de rendimiento (línea verde) se computan de manera que eliminan las pérdidas.

Si se produce la amortización anticipada cuando los tipos de interés se sitúan por encima del interés nominal del préstamo, por ejemplo del 6%, entran en juego el mecanismo inverso. Se cobran las comisiones, a pesar de no haber pérdidas para el prestamista, lo que se traduce en un beneficio para éste.

Muchos modelos de compensación son asimétricos, no permitiendo al prestatario participar de los beneficios resultantes de la reinversión, ya que la compensación asimétrica elimina tales beneficios.

Gráfico 8: Comisión vs. pago de compensaciones y pérdidas de reinversión/beneficios para las hipotecas a tipo fijo



Fuente: Dübel/Finpolconsult

En comparación con Estados Unidos, los prestamistas europeos, con la significativa excepción de Dinamarca, actualmente no valoran de forma explícita la amortización anticipada o el riesgo por amortización anticipada para los préstamos a tipo fijo. Con la excepción de Dinamarca, tan solo en casos puntuales como en el mercado de los FCC franceses, se ha transferido el riesgo por amortización anticipada a los mercados de capitales.

Hasta ahora, el desarrollo de los mercados de bonos garantizados y los *RMBS* se apoya en la disponibilidad y fiabilidad de un *pool* de préstamos hipotecarios, que a través de la amortización y/o liquidación de sus préstamos, permite rembolsar la financiación obtenida de los respectivos instrumentos del mercado de capitales. Es más, las futuras

7 normas IFRS exigen que las entidades de crédito determinen la duración esperada de los instrumentos de refinanciación, y del modelo de amortización anticipada, para así permitir a los lectores de los informes de las operaciones que evalúen la naturaleza y el nivel de la exposición al riesgo.

Por estas razones, será crucial que tanto los prestamistas como las empresas de inversión europeas de *pools* garantizados sean capaces de calcular la amortización real de sus respectivos bonos, basándose en los *cash flows* generados por el *pool* de préstamos hipotecarios subyacente. Esto se muestra necesario incluso para las carteras que están protegidas por mecanismos de compensación (por ejemplo a través de una comisión por mantenimiento de rendimiento), ya que se puede contemplar también la llamada amortización anticipada de carácter 'no-financiero', por ejemplo, la ocasionada por motivos no financieros como cambios de domicilio, divorcio, desempleo y ventas.

Existe una necesidad en aumento de valorar la amortización anticipada con fines de información a los inversores. Con la desvinculación de los *ratings* de los bonos garantizados de los de las entidades emisoras, y los enfoques de las agencias de *rating* otorgando preferencia al *pool* de garantía, se considera esencial que los inversores sean capaces de entender y mantener un control de la composición de los *pools*. Por ello, se considera muy importante la transparencia y la evaluación de las características del *pool* de préstamos. Aunque este tema ha sido tratado exhaustivamente en el marco de los *RMBS*, está en cambio pendiente en el caso de los bonos garantizados.

Por último, los tipos de interés de las amortizaciones anticipadas podrían tener un impacto sobre la calidad crediticia del *pool* de garantía para los bonos y los *RMBS*, al igual que sobre el volumen en circulación de estos, lo que a su vez arroja preguntas sobre la necesidad de renovación y reaprovisionamiento. En el caso de los *RMBS*, ésta ha sido una práctica habitual desde que se desarrollaron las estructuras *Master Trust RMBS* o los *stand-alone trust RMBS*, que permiten el reaprovisionamiento. La experiencia parece demostrar que estos riesgos pueden ser gestionados, especialmente si existen compensaciones y no se aceleran las amortizaciones anticipadas. Los prestamistas que han emitido *MBS* y bonos garantizados tienden a utilizar una proporción relativamente pequeña de sus carteras hipotecarias para respaldar dicha emisión. Desde ese punto de vista, los prestamistas pueden ofrecer la renovación/reaprovisionamiento necesaria para sus respectivos *pools* y gestionar las velocidades de amortización anticipada. Estas velocidades son cuantificables y pueden gestionarse en base al *pool*.

6. BASILEA II

De acuerdo con Basilea II, los bancos pueden elegir entre uno de los dos enfoques para el riesgo de crédito: estándar o *IRB (Internal Rating-Based Approach)*. El enfoque *IRB* está compuesto a su vez por otros dos sub-enfoques *IRB* adicionales: uno básico (*Foundation*) y otro avanzado (*Advanced*). La principal diferencia entre los dos enfoques radica en el uso de estimaciones de entidades de supervisión o del propio banco para las pérdidas en caso de impago (*LGD*) de una exposición a la hora de calcular la ponderación de riesgo de los activos.

La tabla que aparece a continuación resume algunas de las fechas claves para la Directiva DRC, además de incluir las ponderaciones de riesgo de los *RMBS* y los bonos garantizados. Aunque impactan directamente en los inversores bancarios, el nuevo régimen regulatorio afecta a la totalidad de los mercados de refinanciación hipotecaria.

La Directiva DRC asigna las ponderaciones de riesgo para los Bonos Garantizados Cualificados. En la gran mayoría se aplica una ponderación de riesgo de un 10% bajo el enfoque estándar, mientras que el banco patrocinador asigna un 20% de ponderación de riesgo (Ver Tabla 8). Según el enfoque *IRB*, es potencialmente posible aplicar una

ponderación de riesgo bastante menor, del 2,1%, para aquellas obligaciones cuyo vencimiento sea igual o inferior a un año. Según el enfoque IRB *Foundation*, las *LGD* para los bonos garantizados son del 11,25% para los bonos con *rating* AAA hasta el año 2010, mientras que la probabilidad de impago depende del emisor. A los RMBS granulares con *rating* AAA se les aplicaría una ponderación de riesgo del 7% (excepto por un posible 6% en el caso de los tramos cualificados *super senior* con *rating* AAA).

Tabla 6: Enfoques del Comité de Basilea, Fechas de implementación y Límites de Capital (*Capital Foot*).

Enfoque	A finales del año 2006	A finales del año 2007	A finales del año 2008
Enfoque Estándar	Implementado	Implementado	Implementado
Enfoque IRB <i>Foundation</i>	95% del <i>floor</i> o límite mínimo	90% del <i>floor</i>	80% del <i>floor</i>
Enfoque IRB <i>Advanced</i>	Cálculo paralelo	90% del <i>floor</i>	80% del <i>floor</i>

Fuente: BIS

Tabla 7: Enfoque Estándar para la Titulización

Ponderación de Riesgo	Basilea II		DRC Grado de Calidad Crediticia
20%	AAA a Aa3	≈	1
50%	A1 a A3	≈	2
100%	Baa 1 a Baa 3	≈	3
350%	Ba 1 a Ba 2	≈	4
Deducido	B1 o inferior y no calificado	≈	5 o inferior

Fuente: *Bank of International Settlements* (Banco Internacional de Liquidaciones), UE

Tabla 8: Ponderaciones de riesgo del Enfoque estándar de los Bonos Garantizados Cualificados

Grado de Calidad del Crédito	1	2	3	4	5	6
Ponderación de riesgo de la Entidad 20%	20%	50%	100%	150%	150%	150%
Ponderación de riesgo del Bono Garantizado 10%	10%	20%	50%	100%	100%	100%

Fuente: DRC

Tabla 9: Ponderaciones de Riesgo para los tramos titulizados –Enfoque IRB

Rating externo	Tramos Senior Senior IAA Elegibles	Base	Pools No Granulares
Aaa	7%	12%	20%
Aa	8%	15%	25%
A1	10%	18%	35%
A2	12%	20%	
A3	20%	35%	
Baa 1	35%		50%
Baa 2	60%		75%
Baa 3		100%	
Ba1		250%	
Ba2		425%	
Ba3		650%	
Inferior que Ba3 y no calificado		Deducción	

Fuente: Bank of International Settlements, UE

Tabla 10: Enfoque Estándar para la Titulización

Rating Externo	Ponderación de riesgo
Aaa a Aa3	20%
A1 a A3	50%
Baa 1 a Baa 3	100%
Ba1 a Ba3	350%
Bi o inferior y no calificado	Deducir

Fuente: Enfoque IAA (de estimación interna)

Tabla 11: Ponderaciones de Riesgo de los Créditos Corporativos con enfoque IRB vs. Titulizaciones

Rating	Corporativos Senior 45% LGD	Corporativos Subordinados 75% LGD	Titulizados
AAA	14,4%	24,1 %	7%-20%
AA	18,0%	30,1%	8%-25%
A	31,6%	52,7%	10%-35%
BBB	73,5%	122,6%	35%-100%
BB	115,0%	191,7%	250%-650%
B	138,4%	230,6%	Deducción (1250%)
CCC/C	198,8%	331,4%	Deducción (1250%)

NB: Toma en consideración las PD medias (Probabilidades de Impago) de los ratings emitidos por Fitch, Moody's y Standard y Poors

Fuentes: RBS, Agencias de Rating

7. GLOSARIO

AAC	Comparaciones entre el activo (préstamo) y calificación de activos
ABS	Titulaciones respaldadas por activos. Descripción genérica de cualquier bono garantizado, y en las que el reembolso del principal está asociado con los <i>cash flows</i> que provienen de cualquier tipo de activo.
ALC	Comparaciones Activo-Pasivo
Protección ante la Quiebra, o participación restringida (<i>Ring-fenced</i>)	Para poder diferenciar la solvencia de las <i>SPV</i> que emiten bonos calificados de la posible quiebra o insolvencia del emisor de los bonos, las agencias de <i>rating</i> y los abogados especializados en este tipo de transacciones exigen que la venta de activos se estructure de tal forma que la <i>SPV</i> no pueda participar en otra operación que pueda impactar negativamente al crédito de los bonos calificados. Esto derivará normalmente en restricciones en cuanto al número de directores, en los estatutos corporativos en relación a actividades restringidas, y en la presencia en el consejo de las <i>SPV</i> de un director que no sea gestor.
CDO	Titulaciones respaldadas únicamente por deuda corporativa Descripción general de cualquier bono o certificado garantizado, y en las que el reembolso del principal está asociado con los <i>cash flows</i> recibidos en el pasivo, bien en efectivo o de forma sintética. Normalmente, la mayoría de las CDO hacen referencia al uso de deudas corporativas en forma de créditos subyacentes.
Periodo de transferencia fraudulenta (<i>Clawback Period</i>)	Periodo que tras la declaración de venta o cesión de los activos, el administrador o regulador de la insolvencia puede declarar la transferencia de un activo nula, si se comprueba que el propósito de la venta o cesión fue transferir activos de forma fraudulenta ante la posibilidad de insolvencia.
CMBS	Bonos respaldados por préstamos comerciales. Descripción genérica de cualquier bono o certificado garantizado, y en las que el reembolso del principal está asociado con los <i>cash flows</i> que provienen de hipotecas comerciales.
CPR	Tipo de amortización anticipada condicional

DRC	Directiva de Requerimientos de Capital. Directiva 2006/48/CE y 2006/49/CE. La Directiva DRC está basada en una propuesta del Comité de Basilea de Supervisión Bancaria para revisar las normativas de supervisión que regulan la adecuación del capital de los bancos con actividad internacional. El Consejo Europeo la adoptó el 7 de junio de 2006 y fue publicada en el Boletín Oficial L177 del 30 de junio de 2006. La implementación de la CDR a nivel nacional está prevista para finales de 2006.
CRMs	Técnicas de mitigación del riesgo de crédito, tal y como aparecen especificados en la Directiva DRC.
ERP	Amortización Anticipada
ESF	European Securitisation Forum (ESF o Forum)
FCC	<i>Fund Commune Creance</i> , vehículo de titulización francés y belga..
FSP	Beneficios de servicio esperados. Se definen como el margen bruto salvaguardado por los costes de riesgo y administración, sobre el vencimiento residual del préstamo. Alemania permite añadir costes adicionales a los FSP en el modelo AAC durante el periodo residual de intereses a tipo fijo; en el modelo ALC, los FSP añadidos son gestionados de forma inversa al añadir el ahorro de los costes de administración y riesgo, al pasivo. Suecia establece en su modelo ALC un mínimo deducible bastante alto para el ahorro de los costes de administración y riesgo, que equivale a la eliminación de los costes FSP adicionales. Los Países Bajos sólo permiten AAC, sin añadir los FSP; y lo mismo ocurre en Dinamarca.
Recorte (<i>Haircut</i>)	En el contexto de los <i>repos</i> (contratos de recompra), son los recortes de la vida residual del colateral. Por ejemplo, en el caso de un recorte del 2%, un prestatario tendría que ceder en contrapartida colateral con un valor de mercado de no menos del 102% sobre importe prestado.
Ratios de Endeudamiento Elevado (HLTV)	Ratio de endeudamiento elevado (<i>HLTV</i>). Normalmente, préstamos hipotecarios con un ratio <i>LTV</i> igual o superior al 75%
IASB	Consejo de Aplicación de Normas Internacionales de Contabilidad
IPD	Fecha de Pago de Intereses
IFRS	Normas Internacionales de Información Financiera

IRB	Enfoque IRB basado en <i>Ratings</i> Internos Según Basilea II y la DRC, es un marco regulatorio donde se evalúa el capital basándose en <i>ratings</i> internos y modelos acordados entre el banco regulado y el regulador.
LGD	Pérdida en caso de Impago.
LTV	Ratio de endeudamiento. Es el porcentaje de financiación hipotecaria utilizado para la adquisición de un inmueble sobre su valor de tasación.
MFEG	Grupo de Expertos en Refinanciación Hipotecaria
Aseguradoras financieras <i>monoline</i>	Compañías de seguros especializadas, normalmente reguladas conforme al Artículo 69 de la Leyes sobre Seguros del Estado de Nueva Cork (<i>New Cork State Insurance Laws</i>). Estas compañías ofrecen seguros de crédito para los productos estructurados y para otros como los de deuda pública y semi-pública. Ejemplos de estas compañías aseguradoras son: MBIA, Ambac, FSA, FGIC, Assured Guaranty, XL Capital, y CIFG.
Aseguradoras financieras <i>multiline</i>	Compañías de seguros que ofrecen un amplio abanico de productos, entre los que se encuentran los seguros de vida y otros seguros que no son de vida, incluidos las transacciones estructuradas.
NHG	Fondo Nacional de Garantía Hipotecaria (holandés)
Entidad originadora/generadora	La compañía, o unidad de negocios que concede un préstamo respaldado por una garantía real La entidad originadora no tiene porqué ser el prestamista.
Pérdida de Reinversión	Las fórmulas aplicadas en este caso difieren de unos países a otros. En los Países Bajos, Alemania (primera de las dos opciones), y de forma implícita Dinamarca, especifican comparaciones AAC; Irlanda, Alemania (segunda opción) y Suecia emplean comparaciones ALC en conjunción con factores de compensación. En el caso de Alemania, ambos métodos han logrado los mismos resultados debido a las compensaciones por beneficios esperados.
RMBS (Bonos de titulación hipotecaria residencial)	Descripción genérica de cualquier bono o certificado cuyo respaldo y pago del principal está asociado al reembolso de los <i>cash flows</i> provenientes de las titulaciones hipotecarias residenciales.

Titulización	Técnica o proceso por el cual los <i>cash flows</i> de un <i>pool</i> de activos subyacentes se venden o transfieren a una sociedad vehicular especial (<i>SPV</i>), quien a su vez emite varios tramos de bonos calificados y/o no calificados. Estos bonos normalmente se ordenan según la prioridad de amortización, siendo calificados como los más arriesgados los bonos no calificados o de primera pérdida (los más subordinados). La <i>SPV</i> puede ser una compañía, un fondo o un fiduciario, dependiendo del país
SPV	Sociedad Vehicular Especial
Tramo Super Senior	Tramo Super senior. Una división más amplia del tramo de operaciones AAA en un senior AAA (el super senior), y un AAA subordinado (el AAA subordinado). La razón de ser de esta subdivisión de tramos es que la base para los tramos super senior es diferente para el inversor y la otra parte implicada, si se compara con los tramos AAA.
TPCE	Mejoras de Riesgo Crediticias Ofrecida por Terceros
Tramo	Bono emitido por una <i>SPV</i> , o una porción de riesgo (en el caso de derivados del crédito) que define varias categorías de riesgo. Los tramos pueden ser calificados o no. El "porcentaje de pérdidas" de un tramo es el nivel de pérdidas que puede soportar tal tramo en tramos subordinados, antes de que el tenedor incurra en una pérdida, y el "porcentaje de desplazamiento" de un tramo es el nivel de pérdidas que pueden ser soportadas antes de que tramos senior de un tramo dado incurran en pérdidas.
YMI	Compensación por mantenimiento del rendimiento. Compensación por el perjuicio ocasionado al prestamista sobre la base del periodo residual de interés de tipo fijo del préstamo.
Venta de Carteras de Préstamos	La venta de un préstamo hipotecario en particular o de un <i>pool</i> de préstamos no titulizados.