

ENSAYOS Y NOTAS

Deflación y tipos de interés

Rogelio Velasco Pérez

La financiación estructurada en España y el papel del «Master Servicer»

Nuno Espírito Santo Silva y Gumersindo Ruiz Bravo de Mansilla

El uso del efectivo en la eurozona

Rafael López del Paso

Novedades tributarias

Fernando Marcos Gómez

La financiación estructurada en España y el papel del «Master Servicer»

Nuno Espírito Santo Silva y Gumersindo Ruiz Bravo de Mansilla

Resumen: La adjudicación de inmuebles para los fondos de titulización de activos es una situación nueva en el panorama financiero español. Aunque la morosidad en los fondos es relativamente baja, los acontecimientos recientes de fusiones o adquisiciones de entidades financieras españolas, que administraban carteras hipotecarias de préstamos titulizados, plantean la necesidad de introducir el mayor rigor posible y buenas prácticas en estos procesos de administración, sobre todo en la gestión de inmuebles. Esta nota trata sobre el papel del «Master Servicer» como figura especializada, aportando claridad y dando seguridad a los inversores, en línea con las propuestas del Banco Central Europeo para que la financiación estructurada vuelva a tener un papel relevante.

Palabras clave: Financiación estructurada; fondo de titulización de activos; titulización hipotecaria; adjudicación de inmuebles; administración y gestión de carteras; Master Servicer; Back Up Servicer.

Códigos JEL: G21; G32.

I. Introducción

En los años anteriores a la crisis, y hasta 2007, para la financiación de operaciones que requerían un elevado apalancamiento, como las compras de grandes empresas o participaciones significativas en las mismas, se utilizaba la financiación estructurada. Pero, sobre todo, destacó la titulización de los préstamos con garantía hipotecaria y la emisión de cédulas que tienen como garantía la cartera hipotecaria en el balance de las entidades; la inmensa financiación y liquidez necesaria se consiguió a través del mecanismo de sacar los préstamos de balance, cederlos a un fondo de titulización que creaba una estructura más o menos compleja de bonistas, y obtener así liquidez para seguir prestando. Y todo ello con variantes como operaciones monocedentes o multicedentes; y con colaterales de préstamos y participaciones hipotecarias.

Aún durante estos años de recesión económica, la financiación estructurada ha seguido jugando un papel relevante y ha servido para emitir títulos que las entidades financieras mantienen en balance y utilizan como garantías ante el Banco Central Europeo, que les proporciona así liquidez.

El argumento central de esta nota se construye en torno a tres ideas: una, la financiación estructurada resulta imprescindible en la actual situación de la economía española, como forma de proporcionar liquidez y crédito al sistema; dos, hay un consenso general entre los inversores y reguladores sobre la necesidad de fortalecer la financiación

estructurada con procedimientos y prácticas que generen confianza; tres, la figura del «Master Servicer Independiente» está reconocida en el funcionamiento ordinario de las titulizaciones y resulta obligada en la situación actual de la titulización en España.

Para dar una idea de la importancia del tema que se aborda, en el gráfico 1 se refleja las emisiones con subyacente hipotecario y no hipotecario, en millones de euros, lo que muestra el volumen tan significativo que alcanza la titulización de activos en nuestro país y, sobre todo, la hipotecaria.

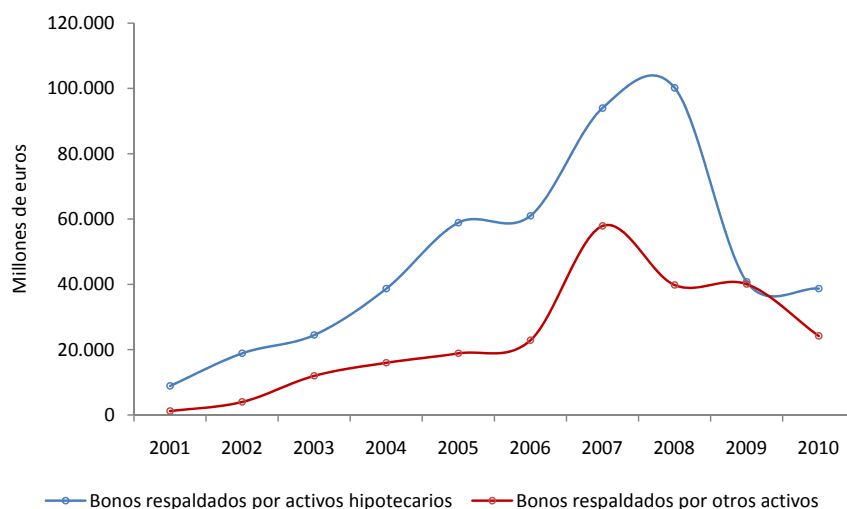
En el primer semestre de 2011, el volumen total de títulos hipotecarios admitidos a cotización (cédulas hipotecarias y activos hipotecarios titulizados) alcanzó los 55.464 millones de euros, lo que supone un incremento del 91,2 por ciento con respecto a los niveles de 2010 (29.004 millones de euros).

Por último (cuadro 1), el saldo vivo de titulizaciones con garantía hipotecaria asciende a junio de 2011 a casi 180.000 millones de euros. En el cuadro 1 puede verse el importante papel que tiene la titulización, junto con las cédulas hipotecarias.

2. El «Master Servicer» en un esquema de titulizaciones

En un esquema convencional de titulización, junto a las figuras del cedente, el fondo, la gestora, la agencia de calificación y el agente de pagos, se

Gráfico 1: Evolución del volumen emitido de bonos de titulización en función del activo titulado (2001-2010) (millones de euros)



Fuente: CNMV.

Cuadro 1: Saldo de los títulos hipotecarios en España, 2006-junio 2011 (millones de euros)

	Cédulas hipotecarias emitidas	Cédulas hipotecarias multicedentes	Titulización con garantía hipotecaria	Total títulos hipotecarios
2006	129.710	85.058	90.523	305.291
2007	150.906	113.988	130.839	395.733
2008	162.466	144.998	186.759	494.223
2009	185.344	149.998	189.162	523.832
2010	195.735	145.586	182.794	524.115
Junio 2011	219.314	133.678	179.864	532.856

Fuente: Asociación Hipotecaria Española y elaboración propia.

incluye la figura del «Master Servicer» según aparece en el esquema 1.

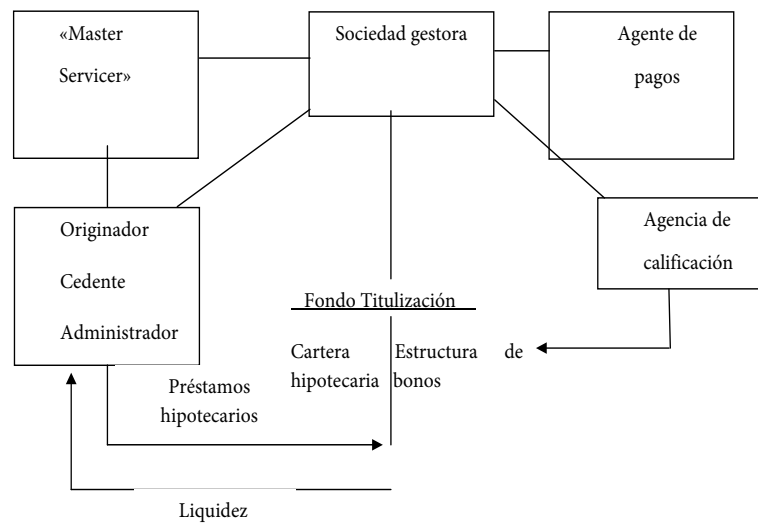
En la titulización española, la entidad financiera que cede una cartera hipotecaria sigue administrando los préstamos cedidos, aunque estos sean propiedad del fondo. En circunstancias normales de mercado, este sistema funciona adecuadamente, con el cedente actuando como administrador de los préstamos y la gestora realizando todas las funciones de cálculo, valoraciones, información y pagos. Sin embargo, dos hechos alteran este panorama. Uno, la morosidad de las carteras, que hace que el cedente tenga que ejercer la función de gestión de los préstamos, incluso en la adjudicación de inmuebles, ya que son garantías de los préstamos y en caso de impago pueden pasar a ser propiedad del fondo. Y, en segundo lugar, que este hecho implica la preocupación de los bonistas acerca de cómo se están efectivamente gestionan-

do estas adjudicaciones, ya que del resultado de la recuperación dependen los ingresos del fondo y la vida de los bonos.

En este esquema, el «Master Servicer» apoya las tareas de la sociedad gestora en sus relaciones con el cedente, originador, que efectúa tareas de administración de los préstamos cedidos. Da seguridad a la agencia de calificación. Da también seguridad a los bonistas, ya que cuida que el proceso funcione con la mayor eficiencia en beneficio de los mismos, con medidas preventivas para evitar posibles incidencias; y si estas se producen tendrá previsto un plan de contingencia que garantice el óptimo funcionamiento del proceso.

Profundizando más en el papel del «Master Servicer», hay que mencionar que los folletos de los fondos de titulización incluyen salvaguardas frente a la pérdida de calidad crediticia de los ce-

Esquema 1: El «Master Servicer» en una estructura de titulización hipotecaria



Fuente: Ruiz (2011).

denes-administradores, de los agentes de pagos, o de quien haga la contrapartida del «swap» de tipos de interés, frecuente en estas estructuras que necesitan pagar un interés fijo y tienen un flujo de interés variable.

La situación actual en España no ha puesto de relieve carencias o limitaciones en la gestión por parte de las sociedades gestoras de fondos de titulización, ni de los cedentes que continúan administrando los préstamos¹. Quizás en la administración, adjudicación de inmuebles o préstamos, y en su proceso de ejecución, sí se observa la necesidad de un seguimiento y la mejora en los procedimientos que pueda dar confianza a los bonistas. Concretamente, el cálculo de los niveles de morosidad se realiza, en general, adecuadamente, así como la información que se suministra al mercado y al supervisor, y las agencias de rating siguen esta información para recalificar, en su caso, los distintos tramos de la estructura de bonos (Moody's, 2011). Sin embargo, el «Master Servicer» puede aportar valor en los siguientes ámbitos que no pretenden ser exhaustivos (Moody's, 2009):

- Criterios y procedimientos en las adjudicaciones de inmuebles. El coste de los mismos es una cuestión que interesa especialmente a los bonistas, ya que la recuperación del flujo de liquidez hacia el fondo depende de la gestión realizada antes o, en su caso, en la adjudicación del inmueble.

- Políticas para mitigar pérdidas y comparación de la eficacia del tratamiento de carteras similares como forma de establecer una referencia.

¹ En España hay un «Master Servicer» activo, que es la sociedad Finsolutia, con calificación crediticia «A» por Standard & Poor's, que puede servir de referencia a quienes estén interesados en profundizar en el tema.

- Nivel de información adecuado para los inversores y forma de la misma, incluyendo información a nivel de préstamo.

- Seguimiento de la administración en entidades que han sufrido una fuerte bajada de rating o en situaciones de funcionamiento anormal por integración o intervención pública.

- En suma, recomendación y apoyo a la implantación, en su caso, de las mejores prácticas de gestión y administración.

Tal y como demandan, tanto agencias de calificación como inversores, el «Master Servicer» debería realizar las siguientes funciones, que se consideran como mejores prácticas (Dooley, 2010):

- Reconciliar los cálculos de principal e interés con la información que proporciona el originador.

- Comprobar la información préstamo a préstamo y reconciliar el resultado con el que proporciona el balance agregado del fondo.

- Verificar el cumplimiento de repos y garantías.

- Establecer los riesgos operativos y financieros de la gestora al comienzo de la operación de titulización.

- Revisar periódicamente las operaciones de la gestora.

- Revisar los procedimientos de gestión de préstamos con incumplimientos, a fin de mitigar las pérdidas y todo lo que afecta al procedimiento de gestión de cobros y adjudicación de inmuebles en caso de impago.

— En relación con lo anterior, es importante revisar los gastos imputados al fondo ordenados por la gestora.

— Supervisar la disposición y posibilidades de pago de los propietarios de las viviendas hipotecadas y la severidad que justifica el procedimiento de adjudicación.

En el caso extremo de que haya que transferir la administración, el «Master Servicer» tendrá una actitud preventiva, identificando los procesos para la sustitución del administrador así como la coordinación y optimización de las operaciones, asegurando que la migración de la información se realiza de manera efectiva, evitando retrasos en los pagos al fondo y a los bonistas.

En suma, en el caso de las titulizaciones hipotecarias un «Master Servicer Independiente» añade valor en las áreas de información, cumplimiento y seguimiento de la operatoria, y estabilidad en la gestión. Las agencias de calificación tienen interés en que la calidad de los datos sea excelente, para dar seguridad a los bonistas sobre la información que reciben y poder tomar decisiones en el mercado. Así, un cálculo independiente a nivel de préstamo, se ve como una mejor práctica de mercado conciliando los resultados agregados con los de la gestora. De esta manera servirá para tener un criterio independiente sobre el comportamiento de los colaterales en relación a las carteras. Pero, sobre todo, insisten en la capacidad del «Master Servicer» para gestionar procedimientos que mitiguen las pérdidas del fondo, en caso de impagos, estableciendo plazos a las adjudicaciones, controlando gastos y analizando las mejores acciones en función del perfil de los propietarios y las posibilidades de negociación con los mismos.

3. Su papel en la situación actual de la titulización española

Las entidades financieras españolas no habrían tenido necesidad, hasta hace relativamente poco, de contar con técnicas, organización y personal, para gestionar carteras hipotecarias con dificultades en un entorno fuertemente recesivo. En el caso de las titulizaciones, está claro que el inversor debe tener las garantías de gestión que establecen los folletos, entre las que se encuentran las del «Back up Servicer» o «Master Servicer», que pueden tener un papel preventivo, como se ha indicado, pero hasta ahora eran cuestiones que permanecían latentes, sin activar.

En las intervenciones públicas en entidades financieras y en los procesos de fusión y traspaso de actividad a Bancos, las posibilidades de deterioro de la gestión de carteras de préstamos son mayores y los inversores, tanto en titulizaciones como en los nuevos Bancos, se sentirán más seguros si estos procedimientos de gestión siguen estándares óptimos. Esto se enmarca en un contexto de aumento de la morosidad y recesión económica.

Sintetizados los cuatro aspectos más destacados que resumen el papel del «Master Servicer» en España, estos serían los siguientes:

1. Complementa las tareas de auditoría de carteras para su titulización, analizando el cumplimiento de los requisitos de elegibilidad, así como, en su caso, esto mismo en titulizaciones vivas. Aunque las auditoras sean las que habitualmente vean si los préstamos cumplen las condiciones que se reflejarán luego en el folleto, el «Master Servicer» complementa la tarea de las auditoras. De hecho, las propias gestoras se han encargado en alguna ocasión de coordinar equipos de trabajo con las entidades cedentes para comprobar, por ejemplo, si la documentación de préstamos hipotecarios —incluyendo las escrituras de las viviendas subyacentes— estaba completa. El «Master Servicer» tiene un conocimiento directo sobre cuestiones de interés en el seguimiento y gestión de las carteras para identificar lo que debe auditarse con más detalle, y puede extraer de manera independiente conclusiones significativas para ser analizadas.

2. Análisis de procedimientos de las entidades cedentes. Este tipo de informes no se prevé explícitamente en la ley, pero sería complementario a la información requerida legalmente y ayudaría a las agencias de calificación, a las gestoras, y a los inversores. Adicionalmente, también los cedentes pueden beneficiarse de un análisis de sus procedimientos por parte de una sociedad especializada en la gestión de préstamos hipotecarios. Precisamente las agencias de calificación crediticia, ponen el énfasis en la calidad de los procedimientos de los «Master Servicers» los cuáles están en continua revisión y mejora.

Las nuevas titulizaciones van a tener mayores requisitos de transparencia, lo cual ha de concretarse en los procedimientos. Sea o no un requisito legal, la auditoría convencional de préstamos tendrá que venir acompañada de otra de procedimientos, como forma de mejorar la calidad de las operaciones.

3. Auditoría de procedimientos y cumplimiento de entidades cedentes una vez titulizados los créditos. Lo expuesto en el punto anterior sería de aplicación para nuevas titulizaciones. Para titulizaciones existentes pueden plantearse dos situaciones:

a) Casos en que la morosidad de la cartera no es especialmente elevada en relación a la media del sector, pero cuyos bonos han sufrido una bajada de calificación al considerar la agencia que la morosidad ha empeorado. Esto ocurre en las titulizaciones españolas porque las carteras partían de una morosidad muy baja, y aunque en términos absolutos lo siga siendo, han empeorado respecto a la posición inicial de la cartera y del mercado, cuando se dio la calificación.

b) Casos de morosidad de la cartera por encima de la media del sector, que da lugar a una situación des acostumbrada en el fondo. Los bonistas pueden querer comprobar si los préstamos cumplían los requisitos recogidos por el cedente en el folleto. Y, además, pueden requerir un análisis de los procedimientos de gestión por parte del cedente (que conserva la administración de los préstamos). Aunque el cedente aplique la misma diligencia, según se requiere, a la gestión de los préstamos propios que a los que ha titulizado, sus procedimientos de gestión pueden presentar deficiencias. Las mejoras en los mismos y el seguimiento de su implantación sería una tarea a desarrollar por el «Master Servicer». Estas cuestiones podrían definirse respecto al flujo de liquidez que entra en el fondo y situación del fondo de reserva, además de la evolución de la calificación crediticia.

4. Información y relaciones con inversores. El «Master Servicer» puede plantear cómo se establece la relación entre bonistas y cedente a través de la gestora. Aunque la información que proporcionan las gestoras sobre las carteras es sistemática y periódica, está diseñada para reflejar lo que ocurre en periodos de relativo buen comportamiento en las carteras, y desde luego no para analizar las fuertes caídas que experimentan los fondos de reserva y calificaciones crediticias. En estas circunstancias los bonistas pueden querer información específica sobre los procesos que se llevan a cabo en la administración de los préstamos.

La labor del «Master Servicer», de evitar posibles situaciones de conflicto por parte de los bonistas —individuales o constituidos en sindicatos— es clara, pues todas sus actuaciones están dirigidas hacia la transparencia y aplicación de los mejores procedimientos.

5. Otras tareas relacionadas con situaciones de estrés. No se ha considerado la posibilidad, que figura en los folletos de las emisiones o es exigido por las agencias de calificación, de nombrar un «Back up Servicer» que se haga cargo de las tareas de administración, en caso de incapacidad del cedente-administrador, o de pérdida significativa de calidad crediticia. Se entiende que las entidades españolas disponen de medios y una fuerte tradición de gestión al respecto. Por otra parte, en caso de ser un problema importante tampoco tendría un único «Back up Servicer» con capacidad de hacerse cargo de estas tareas. Pero precisamente por ello es importante su presencia preventiva para posibles situaciones de deterioro en la administración, por muy improbables que se vean ahora.

De igual manera, puede avalar su presencia a los prestadores de servicios de los fondos, como consecuencia de bajadas de calificación que les impida seguir manteniendo contratos de cuentas de tesorería, agencia financiera o gestión de carteras. Por último, en el caso de liquidación de un fondo de titulización resulta imprescindible, tanto técnicamente como por no tener conflicto de intereses.

Referencias bibliográficas

DOOLEY, C.E (2010): «Rethinking the Master Servicing Role in light of changing RMBS Needs». *The Journal of Structured Finance*, vol. 16 (2), págs. 24-27.

MOODY'S (2011): *Master Servicing Could Strengthen Securitizations in Mexico*, Structured Finance, 24 mayo.

MOODY'S (2009): *Methodology for RMBS Master Servicer Quality Ratings*, marzo (SF 89655).

RUIZ BRAVO DE MANSILLA, G. (2011): «La ejecución hipotecaria de inmuebles procedentes de titulizaciones», *REFOR Revista*, 2011.