



FACULTAD DE DERECHO

LA TITULIZACIÓN DE HIPOTECAS Y LA CRISIS

Autor: Julio Roldán Dessy

Director: Carlos Llorente Gómez de Segura

Madrid

Abril 2014

RESUMEN

El objetivo de principal de este trabajo consiste en el estudio del fenómeno de la titulización, como instrumento principal de la crisis financiera actual. Se pretende enmarcar este fenómeno en el entorno del colapso financiero reciente, con el fin de obtener una visión de conjunto pero, haciendo especial hincapié en los aspectos legales que determinan la titulización, en sentido propio. Para la consecución de este objetivo, se realizará una descripción detallada de las fases de la crisis, apoyándose en sucesos parecidos anteriores, desmenuzando la regulación vigente en cada fase. Como segunda vía metodológica, se analizará la regulación nacional relacionada con este mecanismo, su definición y la opinión jurisprudencial reciente entorno al mismo.

Todo este estudio, se realizará desde un punto de vista crítico, tratando de dilucidar los principales catalizadores de la catástrofe, con el fin de concluir con recomendaciones enfocadas a evitar un suceso parecido en el futuro.

PALABRAS CLAVE

Titulización, Crisis financiera, Derivado, España, EEUU, Hipoteca, Bono, Securitización, Obligaciones garantizadas por hipotecas.

ABSTRACT

The main objective of this report consists of the assessment of the securitization phenomenon as one of the main mechanism used in the current financial crisis. This phenomenon is framed around the recent financial collapse, with the objective of obtaining a joint vision, but with special emphasis on the legal aspects that determine the securitization. To achieve this goal, a detailed description of the phases of the crisis will be presented by teasing out the regulation of each one, supported by similar events from the past. As second method, the national regulation related to this mechanism, its definition and the recent jurisprudence about it will be analyzed.

This assessment will be done from a critical standpoint, attempting to highlight the main catalysts of the catastrophe, in order to conclude with some recommendations focused on avoiding a similar event in the future.

KEY WORDS

Securitization, Financial Crisis, Derivative, Spain, USA, Mortgage, Obligation, Bond, Mortgage Backed Security.

ÍNDICE

TABLA DE ILUSTRACIONES	4
ÍNDICE DE ANEXOS	5
RESUMEN	6
PALABRAS CLAVE	6
ABSTRACT	7
KEY WORDS	7
1. INTRODUCCIÓN	8
2. ANTECEDENTES	10
2.1. Crisis Estadounidense de 1929	10
2.2. Crisis del petróleo de 1973	12
2.3 Crisis de Internet de 2001	12
3. CRISIS FINANCIERA DE 2008: ORIGEN	14
4. LA TITULIZACIÓN O SECURITIZACIÓN	24
4.1 Evolución histórica	25
4.2 Tipos de titulaciones	27
4.3 Sujetos de la titulización	27
4.4 Proceso de Titulización	29
4.5 La hipoteca y la titulización en España	30
4.5.1 Regulación de cesión del crédito	30
4.5.2 Clases de valores hipotecarios	31
4.5.3 Los Fondos de Titulización Hipotecaria	34
4.5.4 Contenido de los Fondos de Titulización Hipotecaria	35
4.5.5 Requisitos para la constitución de los Fondos de Titulización Hipotecaria	37
4.6 Jurisprudencia reciente de Audiencias Provinciales relativa a la responsabilidad de los bancos por la venta de productos financieros complejos causando error del consentimiento en el cliente	37

5	EL DESARROLLO DE LA CRISIS: LA CAÍDA DE LEHMAN BROTHERS.	40
6.	CONCLUSIONES.....	46
7.	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	48
7.1.	Fuentes bibliográficas:	48
7.2.	Otras fuentes:	50
8.	ANEXOS:.....	52
9.	LISTA DE ACRÓNIMOS	57

TABLA DE ILUSTRACIONES

Figura I: Índice NASDAQ 100.....	13
Figura II: Tipo de interés de referencia EEUU.....	15
Figura III: Promoción hipotecaria banco EEUU.	15
Figura IV: Índice de precios de la vivienda de Freddie Mac.....	16
Figura V: Emisión de MBS en EEUU.....	20
Figura VI: Tabla de calificaciones crediticias.....	21
Figura VII:Esquema del proceso de titulización.	29
Figura VIII: Esquema del valor de las viviendas en EEUU.....	41
Figura IX: Sueldos medios en la industria de la titulización en Nueva York	42
Figura X: Ratio de apalancamiento bancario	43
Figura XI: Cotizaciones de Lehman Brothers.	44

ÍNDICE DE ANEXOS

Anexo I: Ejemplo de folleto informativo sobre la constitución de un Fondo de Titulización Hipotecaria del Banco Santander	52
Anexo II, Ejemplo de folleto informativo sobre la constitución de un Fondo de Titulización Hipotecaria BBV Titulización.....	55

RESUMEN

El objetivo de principal de este trabajo consiste en el estudio del fenómeno de la titulización, como instrumento principal de la crisis financiera actual. Se pretende enmarcar este fenómeno en el entorno del colapso financiero reciente, con el fin de obtener una visión de conjunto pero, haciendo especial hincapié en los aspectos legales que determinan la titulización, en sentido propio. Para la consecución de este objetivo, se realizará una descripción detallada de las fases de la crisis, apoyándose en sucesos parecidos anteriores, desmenuzando la regulación vigente en cada fase. Como segunda vía metodológica, se analizará la regulación nacional relacionada con este mecanismo, su definición y la opinión jurisprudencial reciente entorno al mismo.

Todo este estudio, se realizará desde un punto de vista crítico, tratando de dilucidar los principales catalizadores de la catástrofe, con el fin de concluir con recomendaciones enfocadas a evitar un suceso parecido en el futuro.

PALABRAS CLAVE

Titulización, Crisis financiera, Derivado, España, EEUU, Hipoteca, Bono, Securitización, Obligaciones garantizadas por hipotecas.

ABSTRACT

The main objective of this report consists of the assessment of the securitization phenomenon as one of the main mechanism used in the current financial crisis. This phenomenon is framed around the recent financial collapse, with the objective of obtaining a joint vision, but with special emphasis on the legal aspects that determine the securitization. To achieve this goal, a detailed description of the phases of the crisis will be presented by teasing out the regulation of each one, supported by similar events from the past. As second method, the national regulation related to this mechanism, its definition and the recent jurisprudence about it will be analyzed.

This assessment will be done from a critical standpoint, attempting to highlight the main catalysts of the catastrophe, in order to conclude with some recommendations focused on avoiding a similar event in the future.

KEY WORDS

Securitization, Financial Crisis, Derivative, Spain, USA, Mortgage, Obligation, Bond, Mortgage Backed Security.

1. INTRODUCCIÓN

Los últimos años serán recordados como un tropiezo del actual sistema económico, que lejos de auto regularse, necesita una investigación profunda para establecer un elenco de normas eficaces. Los mercados financieros han vuelto a crear una burbuja que, por unas razones determinadas, ha terminado afectando a casi todos los países del planeta, de una forma directa, o indirecta. Un suceso de esta magnitud, no sólo comprende el ámbito económico, sino que engloba una vertiente social y política en la que el Derecho tiene mucho que decir.

Con este trabajo, se pretende analizar los orígenes que han desencadenado la reciente crisis, cómo ha sido su evolución, las consecuencias que ha ocasionado y sus posibles soluciones, desde un punto de vista crítico. Todo esto se plantea en dos planos, uno más general desde una visión global, centrándonos en el origen del suceso en los Estados Unidos y su trasposición a Europa y, por otro lado, como núcleo del trabajo, un análisis legal del fenómeno de la titulización de hipotecas. Esta titulización o securitización de créditos hipotecarios, se coloca en el centro de la misma, como la herramienta que ha ayudado, a generar la expansión global de la crisis, la incertidumbre en los mercados y los riesgos para la sociedad.

A modo de primer paso de este trabajo se analizarán las crisis financieras de características parecidas que han ocurrido a lo largo de la historia moderna. Observamos los antecedentes para poder abstraer puntos comunes a todas ellas, qué hechos significativos se han dado en todas ellas, con el fin de poder reconocerlos y evitarlos en un futuro. Desmenuzando el marco legal en el que actuaban, examinamos las regulaciones que rigen el comportamiento bancario y, en concreto, la generación de derivados sobre créditos garantizados. El análisis continúa con una explicación de los orígenes de la crisis, su visión en Norteamérica, y un examen de los principales artífices de la misma. Una vez aquí, llegamos al núcleo del trabajo, donde desglosaremos el concepto de titulización, cómo se ha formado, qué características destacan del proceso y sobre qué leyes se apoyan, tanto en el marco estadounidense, como en el español. Por último, las conclusiones críticas sobre cómo se ha podido llegar hasta este punto y una valoración legal de la figura de la titulización en España.

Con este análisis, se pretende dilucidar cuáles han sido las claves de la crisis y de la supuesta mala praxis de estos productos financieros para poder, si es posible, evitar o reducir la posibilidad de que se repita un suceso parecido en el futuro. Otro objetivo destacable y motivador de la realización de este trabajo consiste en sumergirse en figuras del todo

desconocidas por la población no especializada y de configuración compleja, para poder arrojar un poco de luz sobre ellas y tratar de darlas a conocer, con un lenguaje sencillo que cualquier persona pueda comprender.

La metodología se compone del examen de informes de instituciones financieras con prestigio mundial, así como, la interpretación de los datos y variables obtenidos de centros estadísticos y otras instituciones de gran relevancia. Se examinarán legislaciones de los Estados Unidos y de España en relación con los mercados bursátiles, con los créditos hipotecarios y con la titulización de activos. A su vez, se comentará la jurisprudencia reciente consecuencia de la crisis y en relación con este tipo de contratos.

2. ANTECEDENTES

2.1. Crisis Estadounidense de 1929

Nos encontramos en un período entre guerras, donde Europa se está reconstruyendo en gran parte gracias al capital norteamericano. Grandes expertos han escrito sobre este tema, señalando diferentes causas como catalizadores de la crisis, pero haciendo una síntesis destacamos las siguientes:

La sobreproducción, los stocks crecen, se produce más de lo que se puede consumir o comprar, lo que genera un exceso de oferta y una bajada de precios que reduce la capacidad adquisitiva de las clases más bajas. Esta sobreproducción, se genera debido a que los países compradores (Europa de la guerra y las colonias) se empiezan a desarrollar y a producir por ellos mismos, por lo que, importan menos productos. Las riquezas en Estados Unidos estaban muy concentradas, las rentas se distribuían de forma muy diferente entre el tejido social, lo que, implicaba que el consumo no estaba generalizado por todas las clases. Esto, unido a unos precios pactados, que obligaba a tener grandes cantidades de stock y un desfase entre los precios industriales y agrícolas, lo que, reducía la capacidad adquisitiva de esta segunda clase.

La desestabilidad monetaria, causada por la pérdida del patrón oro, “el sueño americano”, el desenfreno económico, y la anterior dependencia financiera mundial de Wall Street que se ve amenazada con la creación de otros centros financieros como Londres o París. Se proviene de una época de posguerra (1919-1924), donde han cambiado las reglas del juego y ahora Estados Unidos, posee la hegemonía mundial, mientras que, Europa sufre las consecuencias de las muertes, de la destrucción y la debilidad económica. En 1924, la crisis se da por terminada y comienza el citado desenfreno económico, los capitales norteamericanos inunda Europa buscando proyectos que financiar.

La especulación se concibe como la principal causa del Crack del 29, se dio un tiempo alcista descontrolado de tal manera que las acciones ordinarias daban suficiente rentabilidad como para pagar el crédito y sus intereses, de forma que, un gran número profesionales ajenos a la bolsa, decidieron entrar en el negocio. Esta especulación, no era real ni concordaba con el crecimiento económico y, esto fue, lo que llevo a la bolsa a la quiebra. En cuanto apareció la verdad, el 24 de octubre, el llamado “Jueves Negro” estalló el pánico en Nueva York, se pusieron a la venta más de dos millones de acciones y con una respuesta de demanda nula.

Esta crisis acabó con la capacidad adquisitiva de los consumidores, con la inversión, con la liquidez y con un número ingente de empresas que vivían de la burbuja de la bolsa americana. Se generó una quiebra bancaria, y una quiebra empresarial generalizada debido al congelamiento del crédito posterior al crack, una reducción de los precios por el exceso de oferta y un aumento del paro hasta registros históricos para la época. Mientras tanto, Europa observaba como todos los capitales que les habían inundado anteriormente, desaparecen. Las bolsas también caen bruscamente y la bajada de precios en Estados Unidos provoca que en el viejo continente, tengan que repetir la estrategia para mantener la competitividad.

Esta crisis se acabó solventando gracias a las teorías del economista John Keynes y a la política intervencionista de gasto público llamada “New Deal” llevada a cabo por el Gobierno de los Estados Unidos. La lección extraída de estas experiencias fue que, los EE.UU. deberían vigilar y regular las instituciones financieras importantes, para prevenir futuras subidas y bajadas, que pongan en peligro el sistema. El régimen normativo establecido después de la Gran Depresión, fue diseñado para cumplir con estos objetivos y, de ese modo, evitar la repetición de los excesos especulativos de la década de 1920, que llevaron al fracaso de miles de bancos a principios de 1930 y que ayudó a provocar la Gran Depresión. La principal tarea de los reguladores era evitar la asunción de riesgos excesivos por el núcleo financiero y, al hacerlo, evitar otras crisis financieras tan graves.

Como medida para evitar otra futura crisis se investigó el sector bancario y, como conclusión, el Congreso de los EEUU aprobó la Ley Glass-Steagall. Esta Ley divide los bancos en: bancos comerciales, a los cuales, se les prohibió el acceso y el comercio de productos financieros derivados (futuros, titulizaciones, opciones...), y centró su negocio en la concesión de créditos y depósitos; y bancos de inversión, que son aquellos que operan en los mercados financieros. (Friedman, S.J. 1985). Se crea la SEC, (*Securities Exchange Commission*) que regula la banca de inversión, se crea Fannie Mae (se explicará más adelante) y se aseguran los depósitos de la banca comercial frente al riesgo de pérdida. La Ley Glass-Steagall, restauró la confianza pública en las prácticas bancarias después la Gran Depresión, eliminó las quiebras de los bancos durante 4 décadas (Crotty, J. (2008)¹. Sin embargo, varios historiadores creen que, las prácticas con *securities* de los bancos comerciales de la época, tuvieron poco efecto real en una economía ya devastada, y que no fueron un gran contribuyente de la depresión. (Topics.nytimes.com, 2013).

¹ Cfr. Russell, 2008, para un análisis más detallado de los cambios normativos en esta época.

2.2. Crisis del petróleo de 1973

Es el siguiente golpe a la economía mundial tras 3 décadas de reconstrucción y de construcción del Estado del Bienestar en Europa. En la economía europea, había un exceso de liquidez motivado por la ingente salida de capitales de Estados Unidos, esto, a unido a un desarrollo del continente, a un crecimiento continuado de las economías y una plena ocupación, hacía creer que todo funcionaba correctamente. Sin embargo, en Estados Unidos, el gran salvador del viejo continente, vio que los beneficios que antes se generaban, ya no lo hacían en igual medida y que la inflación del Dólar estaba afectando la economía de una manera notable. Por tanto Nixon, el Presidente de los Estados Unidos en agosto de 1971, desvinculó el dólar del patrón oro, lo que desarmó el sistema que ellos mismos habían impuesto tras la Segunda Guerra Mundial.

Además de lo expuesto anteriormente, Estados Unidos sufría las consecuencias de los gastos incurridos en la Guerra de Vietnam y se postuló como apoyo de Israel en la guerra contra los palestinos, por considerar Israel como nación meritoria del territorio. Los países árabes se enrocaron en contra del bloque de aliados de Israel, afirmando que, no proveerían más crudo a los Estados Unidos y a los países europeos que apoyaran a Israel. Esto supuso una reducción drástica de la oferta que conllevó una subida de hasta el 400% del precio del barril de petróleo, obligando a la mayoría de los países del mundo, a buscar energías alternativas para poder suplirse.

2.3 Crisis de Internet de 2001

También conocida como la burbuja de las puntocom, fue una crisis creada a partir de la explosión de una burbuja especulativa en 2001, que había nacido en 1998. Nació con la concepción de que las empresas basadas en Internet, por el mero hecho de estarlo, implican una baja inversión, con unas altas expectativas y beneficios debido a la gran expansión por todo el mundo de Internet y por el crecimiento desenfrenado de clientes, que alguna de estas empresas presentaba cada año. Sin embargo, esta teoría no era del todo cierta, y la especulación llegó a límites de subir el precio de la acción de una compañía, por el mero hecho, de tener una e. (eletronic) o .com en su nombre. Esto se ve reflejado en el mercado bursátil tecnológico de Estados Unidos.

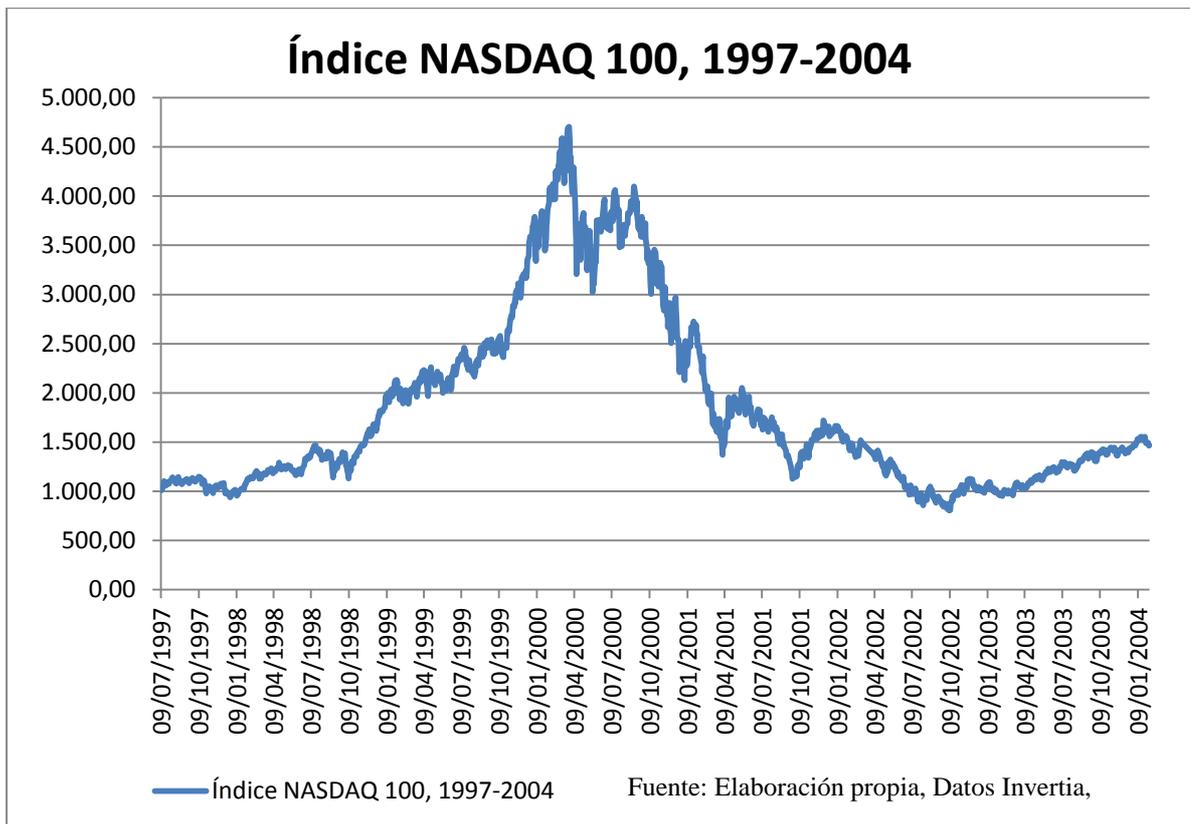


Figura I: Índice NASDAQ 100.

Se puede apreciar como en el año 2000, el índice marca un récord histórico para, más tarde, a finales de 2001, se encuentre con 5 veces menos puntuación que en el auge. Cuando esta burbuja explotó, provocó la bajada de la cotización que se muestra en el gráfico, una fuerte desvalorización de las compañías basadas en Internet pero, principalmente, las estadounidenses que es donde se habían desarrollado con una mayor profundidad este tipo de compañías.

3. CRISIS FINANCIERA DE 2008: ORIGEN

Lo que soy y lo que puedo no están determinados en modo alguno por mi individualidad. Soy feo, pero puedo comprarme la mujer más bella. Luego no soy feo, pues el efecto de la fealdad, su fuerza ahuyentadora, es aniquilada por el dinero. Según mi individualidad soy tullido, pero el dinero me procura veinticuatro pies, luego no soy tullido; soy un hombre malo y sin honor, sin conciencia y sin ingenio, pero se honra al dinero, luego también a su poseedor. El dinero es el bien supremo, luego es bueno su poseedor; el dinero me evita, además, la molestia de ser deshonesto, luego se presume que soy honesto; soy estúpido, pero el dinero es el verdadero espíritu de todas las cosas, ¿cómo podría carecer de ingenio su poseedor? El puede, por lo demás, comprarse gentes ingeniosas, ¿y no es quien tiene poder sobre las personas inteligentes más talentoso que el talentoso? ¿Es que no poseo yo, que mediante el dinero puedo todo lo que el corazón humano ansia, todos los poderes humanos? ¿Acaso no transforma mi dinero todas mis carencias en su contrario? [...] (Marx, 2001, p. XLII)

Existe una ingente cantidad de economistas de gran prestigio, que han dilucidado, bajo varias teorías, las causas de la crisis objeto de este trabajo. Sin embargo, existe un factor destacado de forma unánime, la ambición por el dinero que el ser humano posee inherente y la representación que ostenta este bien fungible. Como se desprende del texto anterior, el dinero es la felicidad, es la característica que define el éxito de las personas y es, sin duda, este afán por conseguir más, una de las causas de la actual crisis. Gracias a los mercados financieros y su capacidad de conectar a personas de todo el mundo y su dinero, la velocidad de generar y mover fondos desde cualquier lugar del globo es posible, y esto, dibuja un entorno que extiende los éxitos a todos los lugares del mundo, pero también, las crisis como la que se va a describir a continuación.

Es común, por los escritores de este tema, coincidir en que la burbuja de Internet explotada en 2001, con la pérdida de 4000 puntos básicos del NASDAQ, creó una preocupación en el Gobierno de la Reserva Federal, que le movió rebajar el tipo de interés bruscamente, buscando fomentar el crédito y la liquidez en el sistema económico. Otros atribuyen como causas de la bajada de los tipos de interés, el miedo provocado por la caída de las Torres Gemelas bajo el ataque terrorista, o para evitar una posible deflación provocada por la competencia que los países con unos costes de producción menores, aportarían al comercio internacional. (Cnnexpansion.com, 2014). Volviendo al tema y, como podemos apreciar en el siguiente gráfico, el tipo de interés pasa de estar a 6,5% a finales de 2001 al 1% en enero de 2014.

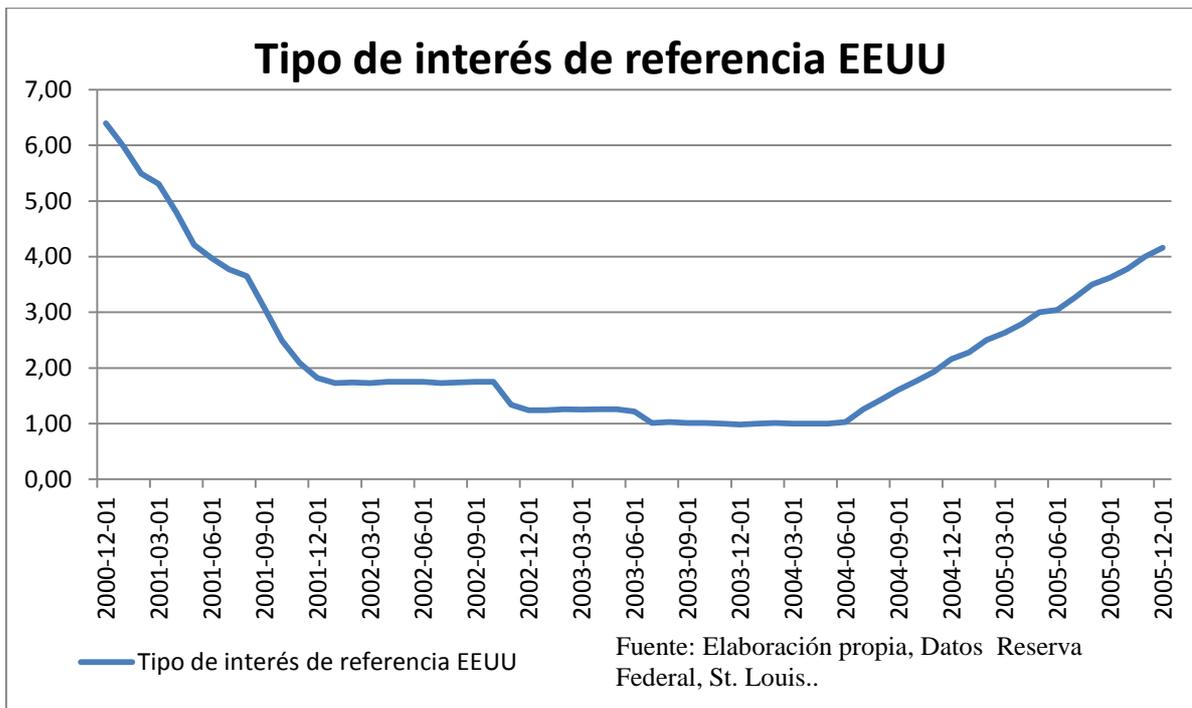


Figura II: Tipo de interés de referencia EEUU.

Este abaratamiento del precio del dinero, provoca una gran liquidez en el sistema económico y, en palabras del Profesor Leopoldo Abadía: *“Esto dopa un mercado que empezaba a despegar: el mercado inmobiliario”*. (Abadía, 2008, p. I). El precio de los inmuebles en Estados Unidos empieza a crecer, la gente comienza a estar más interesada en obtener una casa en propiedad, debido a las grandes facilidades crediticias que ofrecía el sistema. Observando esta tendencia alcista, los bancos ven una oportunidad en este mercado y aumentan sus ingresos de dos maneras:

- Aumentando el número de operaciones que realizan, para conseguir un mayor Margen de Intermediación, que se define como la *“Diferencia entre los ingresos por intereses que obtiene una entidad financiera por sus operaciones activas y los costes por intereses de sus operaciones pasivas”* (Economia48.com, 2014). A un mayor número de operaciones, mayor beneficio.



Figura III: Promoción hipotecaria banco EEUU.

- ² Aumentar el margen de intermediación, prestándole dinero a personas con un mayor riesgo de impago, a los cuales, se les podía facturar un interés mayor por el mismo préstamo o hipoteca, debido a su condición particular. (The Economist, 2014) Este tipo de clientes es descrito por el profesor Leopoldo Abadía de una forma muy gráfica: “Ofrecer hipotecas a un tipo de clientes, los “ninja” (no income, no job, no assets; o sea, personas sin ingresos fijos, sin empleo fijo, sin propiedades)” (Abadía, 2008, p. I). Incluso, a veces, se ofrecían préstamos por un valor superior al del inmueble para poder cobrar un mayor interés, pero al contemplar un mercado en expansión, donde los precios de los inmuebles no cesan de crecer, no aparentaba ser una operación tan arriesgada, debido a que, siguiendo con la tendencia (Figura IV) el valor del bien sería superior y se podría ejecutar, en el caso de un impago.

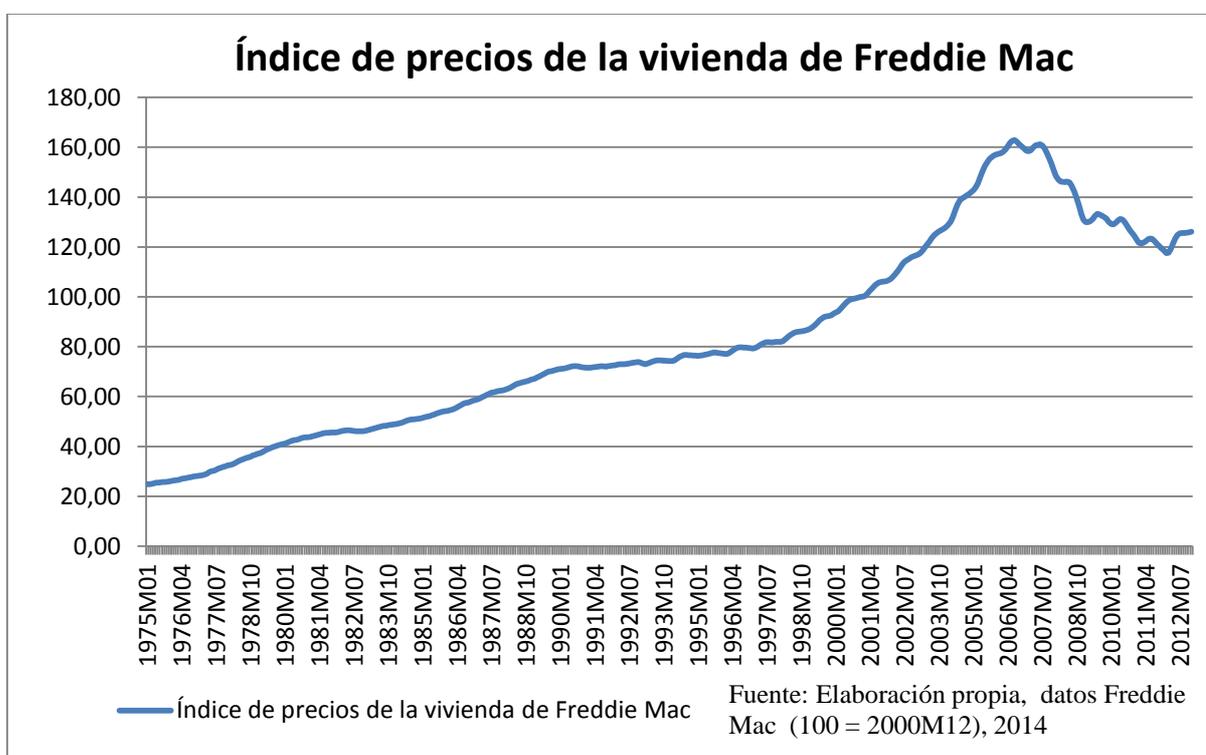


Figura IV: Índice de precios de la vivienda de Freddie Mac.

La subida del mercado inmobiliario se puede encuadrar como la causa madre, que trajo consigo una serie de actuaciones, que se pueden considerar como parte de la cadena generadora de la crisis financiera mundial, entre ellos, se encuentra el papel de los agentes financieros. Estos agentes, los bancos, comenzaron a conceder hipotecas de forma irresponsable, incluso, a clientes

² Fuente de la fotografía: <http://www.flickr.com/photos/thetruthabout/2681354792/>

con un historial nefasto de pago de sus créditos, éstas fueron llamadas las Hipotecas Subprime, término que explicaremos más adelante. En el seno de los bancos hacía falta liquidez, debido a la ingente cantidad de préstamos que se concedían. Además, existía la obligación de cumplir con las normas de Basilea, concretamente con la primera. Esta regulación establece, en su primer acuerdo tomado en 1988, un capital mínimo de un 8% de los activos con riesgo que ha de mantener siempre en estructura de la empresa limitando así, el número de créditos que un banco podía conceder. Por tanto, en un primer momento, los bancos estadounidenses acuden a bancos europeos para obtener la liquidez que necesitaban para poder atender a la demanda crediticia que existía en su país, motivada por el mercado alcista de la vivienda. En un segundo momento, conectando con la segunda gran causa de la crisis, los bancos minoristas acudieron a los bancos de inversión para poder salvarse del requisito exigido por las Normas de Basilea, con la intención de deshacerse de las hipotecas que, eran productos rentables pero, con una duración extensa. A través de la ingeniería financiera, grandes bancos de inversión como Lehman Brothers, J.P. Morgan o Goldman Sachs, crearon unos productos financieros que permitían que los bancos minoristas pudieran deshacerse de las hipotecas, obteniendo liquidez, lo que, les permitía conceder más hipotecas. Estos productos se construyeron a través de la securitización o titulización, proceso que convierte los créditos hipotecarios en un derivado financiero llamado, obligaciones garantizadas por hipotecas o Mortgage Back Securities (en adelante “MBS”). Este proceso, merece una mención aparte dada su complejidad y su importancia como catalizador de la expansión de la crisis, pero como un primer acercamiento, podemos definirlo como el *“mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el Mercado de Capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen; básicamente es la afectación de un crédito a un título”*. (Carlosraviglione, 2014) Hemos de mencionar, que este conjunto de activos que forman el *security*, son tanto hipotecas Prime, o con alta probabilidad de recuperación, como hipotecas concedidas a sujetos NINJA o hipotecas Subprime.

Otra causa recurrente de la crisis, es el papel de los legisladores. En 1999, Bill Clinton suprimió la Ley Glass-Steagall, derribando las barreras entre la banca de inversión y la banca comercial. Si bien la efectiva desregulación sucedió en tal fecha, en la década de los 70, ésta había visto socavada su eficacia. Las reglas del juego habían cambiado, la inflación subía, el dólar perdía primacía y los bancos habían visto limitada su rentabilidad a causa de esta regulación restrictiva, por lo que, comienzan a innovar financieramente para evitar los requisitos de la actual regulación. Esta desregulación primero material, y a partir de 1999, formal puede encajarse

como una de las causas del colapso financiero puesto que, abrió la puerta a que, los bancos de inversión pudieran conceder préstamos a las mismas empresas, a las cuales, les vendían las acciones; y a los bancos comerciales, a acceder a productos financieros especulativos con un mayor riesgo que, la mera concesión de créditos comerciales. Esto lleva a los bancos comerciales a invertir en productos globales más rentables y, por tanto, con un mayor riesgo para los activos que posee que, no son otros, que los ahorros de los ciudadanos de a pie. Con esto se dice que el sector bancario y la economía se “*financieriza*”.

Las economías se han financierizado o financiarizado cuando hay un claro predominio, en cuantía e importancia, del capital que se mueve por el sistema financiero sobre aquel que se mueve en las actividades económicas con base real, es decir, sobre la economía productiva. La financierización significa una radical transformación en la relación entre el sistema financiero y el sistema productivo. (Torres López, 2010, p. IL-L).

Este comportamiento de los legisladores, o ausencia de comportamiento ante la creación de este doble mundo del dinero, permitió que los bancos en busca de una mayor rentabilidad arriesgaran el dinero del ciudadano. Recapitulando, por un lado, los bancos comerciales concedían préstamos hipotecarios a individuos con una cuestionable condición crediticia por encima o al precio del bien, con la esperanza de una eterna subida del mercado que garantizaba su préstamo y, por otro lado, accedían a mercados con un mayor riesgo que antes les eran prohibidos.

Como cuarta causa, es destacable el papel de las agencias creadas tras el crack de 1929 para estimular el mercado inmobiliario, hablamos de Fannie Mae, Ginnie Mae y Freddie Mac. Estas entidades son creadas para dotar de seguridad y garantía a un mercado que, en ese momento, estaba estancado por la desconfianza de los agentes y de los inversores. La primera y la última, según la revista TIME “*son las dos compañías hipotecarias más grandes de América, en conjunto, poseen o garantizan 5 billones de dólares de deuda*”, esto fue publicado el 14 de julio de 2008 (TIME.com, 2008). Sus nombres provienen de apodos puestos por el gobierno a través de semi siglas, Fannie Mae (*Federal National Mortgage Association*) Asociación Nacional Federal Hipotecaria y Freddie Mac (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*). Fannie Mae, fue creada en 1938k por el Gobierno del Presidente Roosevelt con el fin de adquirir hipotecas a los prestamistas, es decir, a los bancos para poder liberarlos y que éstos pudieran seguir concediendo más hipotecas. Fue una medida, como se ha explicado antes, para reactivar el mercado hipotecario tras la gran crisis financiera y para poder facilitar a aquellas familias con ingresos medios / bajos, el acceso a la vivienda en propiedad, que no les era posible sin una hipoteca. Esta entidad adquiría hipotecas, algunas para quedárselas en su activo o cartera y otras, para convertirlas en títulos, en su mayoría de tipo pass-through. Así que, los créditos pasan de

ser propiedad del emisor del crédito, a ser de la agencia que, a su vez, los traspasa a un vehículo y ésta sólo garantiza los pagos. Esta agencia tuvo una gran difusión, pero debido a los gastos incurridos en la Guerra de Vietnam, el Gobierno decidió retirarla del balance del Estado, trasmitiéndola a inversores privados y consiguiendo así, una importante inyección de dinero. Dos años más tarde, en 1970, se creó Freddie Mac, para evitar que Fannie Mae actuara en régimen de monopolio, con semejantes funciones, y objetivos. Freddie Mac, también adquiere los créditos y acude a Wall Street para colocar los créditos, siguiendo el proceso de pass-through con el nombre de *Participation Certificates*, certificados hipotecarios, y esta agencia, es la que comienza con la elaboración de los CDO que se explicarán más adelante.

Estas dos agencias públicas, reconvertidas en empresas privadas dominaron el mercado inmobiliario de los Estados Unidos durante el auge del mismo, por la seguridad que desprendían al haber sido creadas por el gobierno, ya se creía que, la garantía que ofrecían la respaldaba el gobierno. Así era implícitamente, ya que, poseía un tamaño tal que el Gobierno de los Estados Unidos no podía permitirse que cayeran, de hecho, en septiembre de 2008 se llegó a un acuerdo, por el que, se podían inyectar hasta 100.000 millones de dólares para equilibrar balances. Por último, falta mencionar a Ginnie Mae, *Government National Mortgage Association*, el mayor emisor de títulos con respaldo financiero, mantiene su carácter público y sólo adquiere las hipotecas en garantía. (Gitman and Joehnk, 2009). Ginnie Mae tiene dos programas principales, desde un punto de vista jurídico se asemejan en gran medida, salvo unas pequeñas variaciones. En el Programa I el emisor necesita 1 millón de dólares como mínimo para titulizar, mientras que, en el segundo, sólo se requería 250.000 dólares. El emisor es el banco comercial, el prestamista. Se trataba de un sistema de permuta o swap, mediante el cual, el mismo emisor que generaba el crédito hipotecario transforma el mismo en valores hipotecarios negociables.

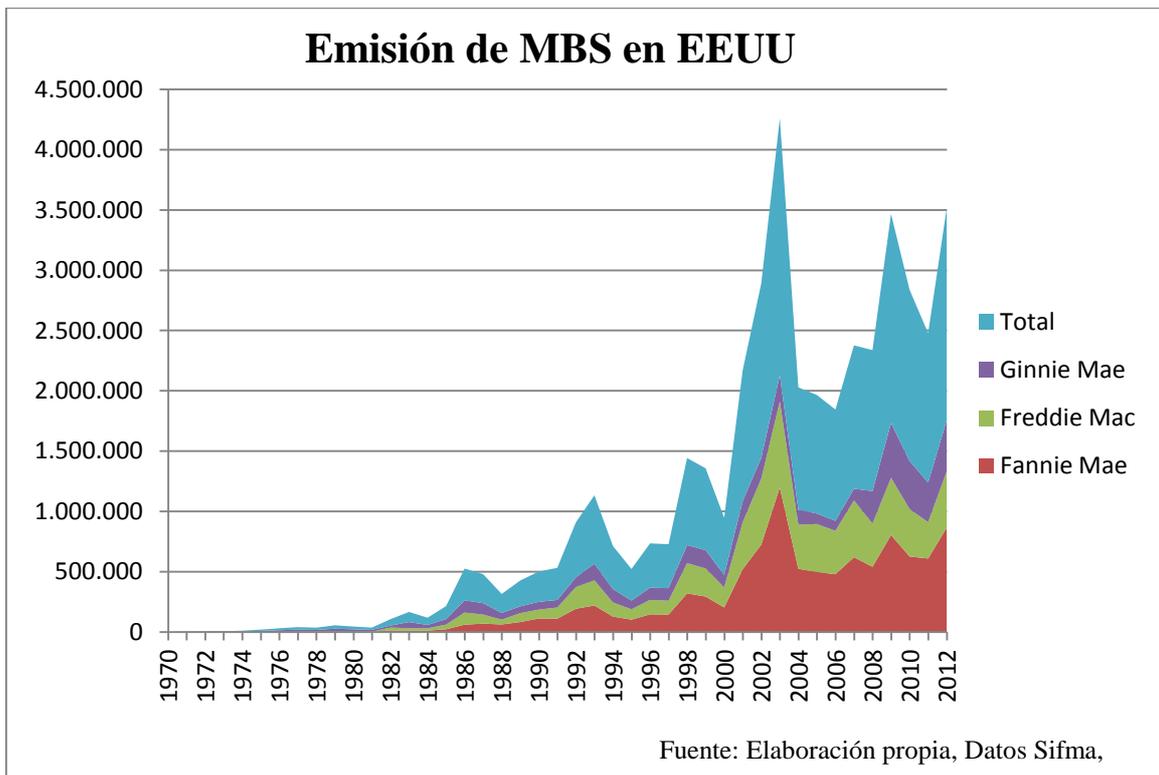


Figura V: Emisión de MBS en EEUU.

Por tanto, estas agencias facilitan liquidez del mercado, no sólo quedándose la hipotecas en sus balances, sino que también, titulizándolos para venderlos en mercados secundarios con una imagen de fiabilidad por la garantía implícita que el Gobierno de los Estados Unidos les proporcionaba. Los bancos, para deshacerse de las hipotecas que habían concedido, para refinanciarlas, dada las especiales características del crédito hipotecario, buscaban entidades inversoras. En un primer momento, fueron adquiridas por compañías de seguros que no titulizaban las hipotecas, sino que las mantenían en su activo, asumiendo el riesgo, y no poniéndolas a disposición de un mercado secundario. Posteriormente, fueron vendidas, en gran medida, a estas agencias que crearon Mortgage Backed Securities para, más tarde, colocarlos en fondos soberanos de países asiáticos, en fondos de inversión europeos y a otros bancos.

Para que estos productos derivados sean vendidos correctamente, es decir, para que inspiren la confianza suficiente de los inversores internacionales, tienen que ser calificados por unas compañías especializadas, que determinen el riesgo de los mismos. Aquí entran en escena las agencias de rating, acusadas de ser otra de las causas de la crisis financiera que azota este siglo. Las tres agencias con un papel más activo en el escenario de la crisis mundial son Fitch, Moody's y Standard & Poor's, estas agencias que vieron la luz a principio de siglo tuvieron un papel secundario durante la primera mitad de siglo pero fue en los setenta cuando en Estados Unidos se oficializaron, dotando a sus calificaciones de una trascendencia mucho mayor en los

mercados financieros. Esta concesión, se debió a que la SEC (*Securities and Exchange Commission*) no podía atender a toda la demanda de servicios de calificación que tenía por inversores y emisores de títulos.³ Estas son las escalas de calificación que usan estas tres compañías:

	Moody's	S&P	Fitch/IBCA	Definición
Investment Grade	Aaa	AAA	AAA	Capacidad de pago extremadamente fuerte
	Aa	AA	AA	Capacidad de pago muy fuerte
	A	A	A	Capacidad de pago fuerte
	Baa	BBB	BBB	Capacidad adecuada , con riesgos en el medio y L/P
Especulativo	Ba	BB	BB	Capacidad moderada con riesgo a medio plazo
	B	B	B	Capaz actualmente, con alto riesgo en el futuro
	Caa	CCC	CCC	Baja calidad crediticia, claro riesgo de quiebra
	Ca	CC	CC	Baja capacidad de repago, aunque con alguna posibilidad.
	C	C	C	Bajísima capacidad de repago, próximo a quiebra
	C	D	D	Quiebra o suspensión de pagos (default)

Figura VI: Tabla de calificaciones crediticias.

Fuente: (Megabolsa.com, 2014)

Como se puede observar, la escala se puede dividir en dos zonas, *el investment grade*, que se compone de aquellos productos con un menor riesgo, en nuestro caso, las hipotecas prime, y la zona especulativa, que recibe ese nombre porque ofrece un mayor interés pero a cambio de un mayor riesgo, aquí, se contendrían las hipotecas Subprime. El término especulativo, es lo suficientemente gráfico para entender que no son productos para retener, sino para comprar y vender en el corto plazo porque, existen indicios del impago y se busca más el beneficio a través de la venta tras una subida del precio. Otros pensadores, añaden un tramo intermedio entre *investment grade* y especulación, llamado *Mezzanine* comprendido entre las BBB y las BB (según Fitch y S&P). Éste lleva intrínseco un riesgo menor pero unos intereses más bajos.

La relevancia de las agencias de rating se desarrolla en dos planos diferentes, en cuanto al cumplimiento de las exigencias de las normas Basilea I (el capital mínimo del 8% de los activos ponderados por el riesgo debe mantenerse) y la calificación de los productos derivados de las hipotecas que se crean para darle liquidez al banco comercial.

En cuanto al primer punto, debemos destacar que estas compañías determinan la ponderación del riesgo de un gran elenco de, por lo que, su servicio tiene una gran influencia en los aumentos de capital que tiene que hacer un banco. Por otro lado, existen una serie de instituciones que no pueden adquirir productos con un riesgo mayor a uno predeterminado en cumplimiento de sus

³ Para saber más, *Cfr.* (Euribor, 2011)

estatutos, de lo que se deriva que, la calificación de los productos puede abrir la puerta a que éstos sean adquiridos o no, por estas instituciones. El *Financial Times* informó en 2008:

Los reguladores de todo el mundo están volviendo a examinar el grado de dependencia de sus marcos regulatorios con las calificaciones crediticias. Durante la última década, los reguladores han permitido que las calificaciones crediticias determinen el nivel adecuado de capital que los bancos deben mantener. Este patrón ha provocado críticas que expresan que estas calificaciones ya se han establecido en el sistema. Algunos observadores, incluyendo el Foro de Estabilidad Financiera, han indicado que el reconocimiento oficial de las calificaciones crediticias sobre una variedad de valores con fines regulatorios puede haber desempeñado un papel determinante en el fomento de la excesiva dependencia de los inversores en las calificaciones. (*Financial Times*, 2008, Traducción propia).

Por tanto, concluimos afirmando que, el papel de las agencias de calificación gana una relevancia al institucionalizarse, al convertir empresas privadas, que buscan maximizar su beneficio, en cuasi reguladores del sistema financiero.

Por otro lado, tenemos la calificación de los productos derivados de la securitización, que en un gran número de ocasiones, era tal su complejidad que, era casi imposible cuantificar su riesgo, pero se evaluaban realizando un ejercicio de análisis general y concediendo la máxima calificación crediticia a los mejores de los presentes. No existía consenso acerca de cómo evaluar estos productos, y aquí radica la trascendencia de estas agencias que, desde su supuesta oficialidad, los evaluaron y tasaron. Además, la tasación que concedían estas agencias era la que permitía, como se ha dicho antes, la compra de los productos por ciertas instituciones financieras. No debemos olvidar que, si bien el objetivo de estas agencias de calificación es conseguir un rating lo más objetivo posible, estas empresas son pagadas por los bancos de inversión para que evalúen sus productos financieros y no sería conveniente obviar, la obligación implícita con la compañía que abona los honorarios. Algo que ya ofrecía una fachada oscura, se consideran con la misma calidad crediticia productos que ofrecían rentabilidades muy distintas. Por ejemplo, se equiparaba una participación de un MBS de hipotecas prime mezcladas con hipotecas con mayor riesgo, con un bono corporativo de la máxima seguridad, lo que además, permitía que instituciones que sólo podían adquirir productos con el mínimo riesgo obtuvieran altas rentabilidades gracias a esta, desde el punto de vista del autor, negligente calificación. Esto llegó al punto de que en 2005 el 40% de los servicios prestados por Moody's fuera sobre calificación de deudas titulizadas (Wharton University, 2008).

Como parece previsible, los bancos de inversión consiguieron colocar las participaciones de los derivados de las hipotecas que conllevaban un menor riesgo, a pesar de ser menos rentables. También, algunas sociedades como, las de capital riesgo o algunos fondos de inversión se

hicieron con participaciones más arriesgadas ya que, los bonus de sus directivos dependían de la rentabilidad de la cartera a final de año y no les importaba exponerse a un mayor riesgo a cambio del deseado interés. ¿Y qué pasaba con el resto que no podían colocar? Se dio rienda suelta a la imaginación financiera complicando aún más los productos financieros, por ejemplo dividiendo los MBS en *tranches* o tramos que son definidos por Investopedia como: “*Una pieza, parte o porción de un acuerdo o de financiación estructurada. Esta parte es una de varios valores titulizados que se ofrecen al mismo tiempo, pero que tienen diferentes riesgos, rentabilidades y/o vencimientos.*” (Investopedia, 2009, traducción propia) Esto se traduce, en el caso de una titulación de hipotecas, en que el conjunto de hipotecas que se han convertido en un derivado y procedemos a dividirlos, por ejemplo, en 4 partes o 4 tramos que ponemos a la venta de forma separada. En el primero de ellos, se realiza el compromiso de que el primer 25% de los impagos van a ser asumidos por este tramo, el segundo asumirá los siguientes impagos hasta otro 25% y así sucesivamente hasta el último, que sólo verá afectada su inversión por la morosidad en el caso de que fallen más del 75% de todas las hipotecas que se han titulado. De forma que, examinando el supuesto de que se posea únicamente un 15% de los deudores con capacidad para pagar el crédito al completo y un 25% que puede pagar parte del mismo, el inversor que adquiera el tramo con menor riesgo recibirá el 15% del dinero de los deudores solventes y lo que reste hasta completar el 25% de aquellos que no pueden pagar el crédito al completo. Algunos bancos de inversión, ante esta nueva vía de ingeniería financiera, consiguen que las agencias de rating vuelvan a calificar el derivado de forma separada por tramos, de manera que un MBS con una calificación media o baja que no habían conseguido colocar, obtenga un tramo evaluado con alta calidad crediticia. Esta recalificación convierte activos con una difícil colocación en productos más atractivos que los bancos podían vender. Con esta técnica, se quedaban en los balances de los bancos y de los emisores de los derivados, aquellos tramos que tenían un mayor riesgo y que no eran capaces de colocar.

4. LA TITULIZACIÓN O SECURITIZACIÓN

Esta causa se explica en una sección aparte dado que se considera como, a la par, la más compleja y la que tiene un trasfondo mayor. Esta importancia radica, en que se convierte un crédito que, tradicionalmente, era gestionado por bancos comerciales y que se mantenía en su balance, en un producto financiero o valor, que se puede negociar en mercados financieros secundarios, lo cual, lo convierte, desde el punto de vista de la seguridad financiera, en algo con una peligrosidad mucho mayor. Entrando un poco más en profundidad, en cuanto al origen del término en España debemos decir que es una creación del legislador. Este suceso ocurre puesto que, es de origen extranjero y se tiene que hacer una adaptación del concepto, cuando éste entra en juego en los mercados nacionales. Es en la publicación de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, donde se registra por primera vez este término de manera oficial.⁴

La titulización hipotecaria se define como la emisión de valores o títulos respaldados por el derecho real que conlleva un crédito hipotecario, a través de un vehículo legal, a los mercados secundarios de capitales. Esta forma de transformar los simples créditos hipotecarios tiene varias ventajas:

- Aumenta la liquidez de los bancos prestamistas, ya que, permite deshacerse de productos poco líquidos y con un vencimiento a largo plazo en efectivo.
- Como consecuencia lógica de la anterior, aumenta la capacidad para conceder créditos de los bancos comerciales, ya que, se desahogan de la restricción de la Norma de Basilea I⁵ y tienen más liquidez en sus balances.
- Se mejoran los descalces financieros, entendidos como, las diferencias de plazo entre las entradas y salidas de capital del banco comercial. Los bancos comerciales, se financian con depósitos que suelen ser a corto plazo (menos de un año) y conceden créditos, en su mayoría, con vencimiento mayor a un año.
- Una mayor disposición de crédito permite, la financiación de grandes proyectos.

⁴ Como anécdota, era tal novedad el término que sufrió una errata en la primera publicación en el Boletín Oficial del Estado, en el cual, se puso “Titulización” en lugar de “Titulización”. Por esto se publicó en este mismo Boletín la correspondiente corrección de 14 de agosto de 1992, diciendo que, en la página 24123 del Boletín de 14 de julio anterior, donde decía titulización debía decir titulización. (Madrid, 2009, pp. LXXXIX-CXIV)

⁵ Cfr. Russell, 2008

- Se diversifica el riesgo crediticio, ya que el derivado al completo lo garantizan varias hipotecas, lo que, en consecuencia podía hacer pensar que si un crédito caía en impago, se compensaría con el resto dado que el precio de la vivienda estaba en continua expansión.
- Se mejoran los balances de los bancos comerciales, cambiando activos menos líquidos por unos con una liquidez mayor. (Carlosraviglione, M, 2014)

También se pueden destacar una serie de desventajas en relación con el modelo de negocio anterior de la banca:

- La complejidad de los nuevos productos implica un mayor trabajo para todos los elementos del sistema, desde el que crea el derivado, hasta los equipos de análisis de cada operador del mercado que los quiera comprar. Esto se traduce en unos mayores costes asociados al desarrollo de los mismos.
- La desregulación, que permite este tipo de operaciones, genera incertidumbre, ya que, la regulación es del todo incierta e incompleta. Se avanza más rápido en la innovación financiera que en la regulación o en el marco legal de los derivados, lo que tiene como consecuencia, la creación de vacíos legales en los países donde se venden o compran estos productos. (Carlosraviglione, M. 2014)

4.1 Evolución histórica

Como podríamos imaginar, estos procesos de creación de títulos de valores a partir de créditos parecen de creación reciente pero no, la realidad es que su origen es algo anterior. La titulización de créditos nace a comienzos de la década de 1870 con el movimiento de obligaciones hipoteca granja. Estas innovaciones tuvieron éxito durante un tiempo; Sin embargo, la crisis financiera de la década de 1890 llevó a un gran número de quiebras de bancos hipotecarios. Curiosamente, los criterios mínimos para la concesión de los créditos se rebajaron, lo que, provocó que se concedieran préstamos de mala calidad y el inevitable aumento de los impagos era previsible. Este hecho, parece familiar, si nos fijamos en los acontecimientos actuales.

Como se ha comentado anteriormente, la economía en auge de la década de 1920, dio lugar a la especulación y al fácil acceso al crédito. Esto llevó a insostenibles relaciones deuda-capital en 1929, lo que resultó en una severa crisis de liquidez, en una devaluación de los activos inmobiliarios conduciendo a las ejecuciones hipotecarias. En 1933, casi la mitad de todas las

hipotecas estaban en mora y los precios de las viviendas habían caído aproximadamente un 50 por ciento. La Administración Federal de Vivienda fue creada en 1934 para guiar la política federal sobre la propiedad de la vivienda.

La década de los años 1960 trajo consigo una creciente inflación y unas altas tasas de interés para otorgar préstamos. Esto, obligó a las entidades de crédito a intentar reducir los gastos en la obtención de capital para ejercer su actividad crediticia. Por este motivo, se produce una masiva conversión de créditos en instrumentos negociables, llamados titulizaciones de créditos. Estos son los modernos títulos respaldados de deuda, es decir, garantizados con un activo ya sea un automóvil, una hipoteca o otro crédito de cualquier clase. (*National Association of Insurance Commissioners*, NAIC, 2012, p. II-VIII).

A lo largo de la mayor parte de la década de 2000, Fannie Mae y Freddie Mac contribuyeron a la proliferación de ambos tipos de préstamos: de asequibilidad y las hipotecas de alto riesgo. Para el año 2008, estas empresas “patrocinadas” (creación pública) por el gobierno celebraron el 44 por ciento de las hipotecas de EEUU, con obligaciones combinadas de más de 5 billones de dólares. Cuando la burbuja estalló, ambas agencias sufrieron enormes pérdidas. En 2008, Fannie Mae y Freddie Mac fueron rescatados por la Agencia Federal de Financiación de la Vivienda (FHFA).

Antes de que la securitización estuviere totalmente disponible, los originadores de hipotecas generalmente celebraban y recibían los intereses de las hipotecas que ellos crearon. Los mercados de titulización de hipotecas se remontan a 1970, cuando Ginnie Mae (que se había creado dos años antes) vendió la primera oferta, un certificado de tipo pass-through de hipotecas (que explicaremos a continuación).

En Europa, el país que más desarrolló este tipo de estructuras fue el Reino Unido, concretamente, en Londres que registró el mayor movimiento de este tipo de títulos en los años anteriores a la crisis. En cuanto al caso nacional, destaca el antecedente del Banco Hipotecario en el siglo XIX.⁶ Esta entidad era la única de la época que tenía la potestad de emitir cédulas hipotecarias al portador en todo el territorio nacional. Este privilegio desapareció con la aprobación de la Ley del Mercado Hipotecario en el año 1981, creando las sociedades de crédito hipotecario, absorbidas, a su vez, por los establecimientos financieros de crédito. Estas sociedades eran especialistas en la actividad crediticia del mercado hipotecario. En ese momento,

⁶ Aun se pueden observar referencias al mismo Banco Hipotecario en los artículos 199-211 del Código de Comercio.

se establecen los tipos de valores hipotecarios que circulaban por el mercado español: las cédulas hipotecarias, las participaciones hipotecarias, los bonos hipotecarios, los certificados de transmisión de hipoteca y los bonos de titulización hipotecaria.

4.2 Tipos de titulaciones

En este apartado vamos a analizar las diferentes formas de estructurar estos derivados; son tres las clases más utilizadas y que vamos a destacar:

1. Pass-through: se lleva a cabo mediante la transmisión de los activos, en este caso, de los créditos hipotecarios a un ente jurídico creado *ad hoc*, llamado vehículo que puede ser un *trustee* o una sociedad con ese exclusivo objeto. Este vehículo, es quien transmite los valores a los inversores. En este tipo de titulización, el prestamista transmite toda la operación al originador del derivado, desplazando los créditos y no manteniendo en su pasivo, los títulos.
2. Asset-Backed Bonds (ABS): en este caso los bienes, los créditos que se titulan no se mueven del activo del prestamista y los pagos que se reciben de los prestatarios no sólo van dirigidos a pagar los intereses o el capital de la hipoteca. En este tipo de titulización, se suelen mejorar los productos con más activos que garanticen los pagos.
3. Pay-through: Se trata de una fórmula que nace de la combinación de los anteriores procesos, los activos que se titulan no salen del patrimonio del prestamista pero los intereses que se generan, van a cubrir exclusivamente el pago de los intereses del título y el montante del capital.

4.3 Sujetos de la titulización

El prestamista, que puede ser un banco comercial, una cooperativa de crédito o cualquier otra institución que conceda créditos. Éstos conceden o generan los activos que se van a titular, en nuestro caso, las hipotecas o créditos hipotecarios. Generalmente, mantienen la gestión de la cartera, es decir, se encargan de recibir los intereses para luego transmitirlos a los inversores.

El Servicer, es aquél que se encarga de perseguir los intereses y su cobro desde el deudor y asegurarse de que lleguen al vehículo *ad hoc* para la titulización. Puede realizarse por el mismo prestamista, o externalizarse a terceros, a su vez, redacta informes periódicos para los inversores o beneficiarios.

El vehículo, es como se denomina al ente jurídico *ad hoc* creado para emitir el título, éste compra los créditos hipotecarios para retirar el riesgo del banco prestamista y emite las obligaciones de deuda garantizada, (en adelante, “CDO”: Collateralized Debt Obligations) sobre el conjunto de créditos hipotecarios cuyos montantes, son partes del capital garantizado y los cupones, son los intereses a cobrar de las hipotecas. Hemos de decir que el conocido “*pool*” de créditos que se transmiten a este vehículo, no tiene porque ser solamente créditos hipotecarios, sino que se elaboran CDO uniendo tanto hipotecas, como créditos de tarjetas o estudiantiles o de automóviles.

El colocador, normalmente un banco de inversión, pero puede ser otra entidad, como las agencias federales, que se encargan de hacer llegar estas obligaciones negociables a los inversores.

Inversores, que pueden ser de cualquier tipo, privados, públicos, individuales, o institucionales. Aquí radica la importancia del siguiente agente que al calificar estos productos financieros abre la puerta o no, para que inversores institucionales como fondos de pensiones o de veteranos de la guerra puedan comprar estos derivados al tener la máxima calificación crediticia.

Agencias de calificación de riesgos, ya hemos hablado de ellas, pero son entidades especializadas en el análisis de riesgos desde las perspectivas de la calidad del activo, de la seguridad de los flujos de caja y la de seguridad jurídica, de los vehículos, de los derechos y de las obligaciones de las parte. Éstos calificaban las CDO, las compañías y cualquier producto financiero, bajo supuestos criterios objetivos. Su actividad en la mayoría de los casos, era preceptiva, lo que como se ha dicho, oficializaba una actividad movida por intereses privados. El precepto legal que legitima esta actividad en el ordenamiento español, se encuentra en el artículo 5.8 de la Ley 19/1992: *“el riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida a tal efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión”*.

Aseguradoras, en un primer momento, parece que no tienen cabida en este proceso pero AIG, la mayor asegurado del mundo, empezó a vender durante el auge de la burbuja inmobiliaria, seguros de impago de deuda también llamados CDS (Credit Default Swap). Estos seguros, cubrían la posibilidad de que el prestatario no acudiera en el cumplimiento de sus obligaciones crediticias, pagando la aseguradora, en el caso de que así ocurriese. Lo curioso de este seguro es que, al no estar regulado, se podía vender tanto a los inversores que tenían en su cartera CDO,

como aquellos que no. Con esto, se podía dar la posibilidad de que si un préstamo fallaba, la empresa de seguros tenía que compensar a varios sujetos, no sólo a los dueños de ese crédito, lo cual, eleva exponencialmente las pérdidas en el caso de impago.

4.4 Proceso de Titulización

El crédito hipotecario en Estados Unidos tiene una estructura diferente a la española, ésta se compone de una *promissory note*, o promesa de pago, y el *mortgage*, contrato mediante el cual se garantiza la promesa de pago. Esta garantía se concibe de forma accesoria a la promesa de pago, de la misma forma que se establece en el ordenamiento español. La mayor diferencia y lo que denota una ligereza en el procedimiento de la concesión de créditos de este tipo, es que la inscripción del crédito en un Registro Público no tiene el carácter esencial que se exige en nuestra legislación, realizándose en ocasiones y en otras, no.

La cesión en EEUU destaca por la sencillez que instrumenta el poder transmitir la *promissory note* como un documento a la orden, es decir, con un simple endoso. La otra parte de la hipoteca se transmite con la firma de un acuerdo de traslado de la garantía en el cual, la inscripción no es esencial.

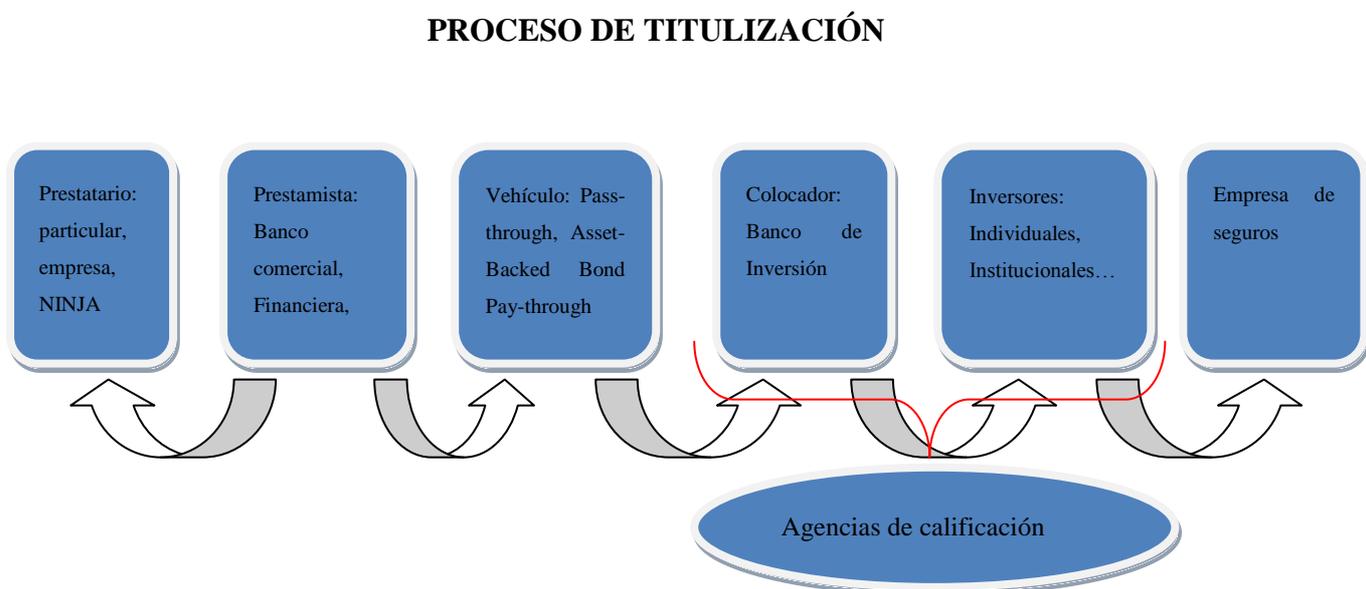


Figura VII: Esquema del proceso de titulización.

En este gráfico se ve de forma clara como el proceso comienza con el prestamista y la confianza en que vaya a pagar sus cuotas hipotecarias con regularidad, y llega hasta el pequeño y el gran inversor que confían en la calificación de las agencias de rating.

4.5 La hipoteca y la titulización en España

En nuestro país el esquema se mantienen, los agentes que forman y conforman el sistema son los mismos: existen los prestamistas, que suelen ser los bancos comerciales, los prestatarios, que son los que compran las viviendas o inmuebles para negocios, también hay entidades financieras capaces de titularizar, pero las reglas del juego son diferentes, cambian los requisitos legales para la concesión de créditos hipotecarios.

4.5.1 Regulación de cesión del crédito

En nuestro ordenamiento jurídico, el cauce tradicional para la cesión de crédito se encuadra dentro del artículo 1878 del Código Civil que reza: *“El crédito hipotecario puede ser enajenado o cedido a un tercero en todo o en parte, con las formalidades exigidas por la Ley”*; esta regulación se extiende en el artículo 149 párrafo primero de la Ley Hipotecaria⁷ citando a su vez el 1526 del Código Civil y estableciendo que la cesión del crédito, sólo será efectiva si se realiza mediante escritura pública y se inscribe en el Registro de la Propiedad. La exigencia de estos requisitos, obliga a los bancos a buscar otras alternativas, como ya se ha mencionado, para poder negociar con los créditos de una forma más ágil y rápida. Esta vía, es la titulización, para poder llevar a cabo este tipo de operaciones el ordenamiento español exige otra serie de requisitos, de forma que, no todos los créditos hipotecarios son titulizables y negociables en un mercado secundario, y no todos los emisores de créditos tienen potestad para titularizar los créditos. Estas limitaciones se encuentran en el artículo 5 de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario (en adelante “LMH”):

Los préstamos y créditos a que se refiere esta Ley habrán de estar garantizados, en todo caso, por hipoteca inmobiliaria constituida con rango de primera sobre el pleno dominio de la totalidad de la finca. Si sobre el mismo inmueble gravasen otras hipotecas o estuviere afecto a prohibiciones de disponer, condición resolutoria o cualquier otra limitación del dominio, habrá de procederse a la cancelación de unas y otras o a su posposición a la hipoteca que se constituye previamente a la emisión de los títulos.

El préstamo o crédito garantizado con esta hipoteca no podrá exceder del 60 por ciento del valor de tasación del bien hipotecado. Cuando se financie la construcción, rehabilitación o adquisición de viviendas, el préstamo o crédito podrá alcanzar el 80 por ciento del valor de tasación, sin perjuicio de las excepciones que prevé esta Ley. El plazo de amortización del préstamo o crédito garantizado, cuando financie la adquisición, construcción o rehabilitación de la vivienda habitual, no podrá exceder de treinta años.

Reglamentariamente se determinarán:

⁷ El cual fue incluido por la redacción del artículo 11.3 de la Ley 44/2007, sobre de 7 de diciembre, por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia y por la que se establece determinada norma tributaria («B.O.E.» 8 diciembre)

1. Los bienes que no podrán ser admitidos en garantía, debido a que por su naturaleza no representen un valor suficientemente estable y duradero. En ningún caso podrán ser excluidos como bienes hipotecables las viviendas de carácter social que gocen de protección pública.

2. Los supuestos en que pueda exceder la relación del 60 por ciento entre el préstamo o crédito garantizado y el valor del bien hipotecado, con el límite máximo del 80 por ciento, así como aquellos en que la Administración, en función de las características de los bienes hipotecados, pueda establecer porcentajes inferiores al 60 por ciento. En todo caso se aplicara el límite máximo del 80 por ciento a los préstamos y créditos garantizados con hipoteca sobre viviendas sujetas a un régimen de protección pública.

3. Las condiciones de la emisión de los títulos que se emitan con garantía hipotecaria sobre inmuebles en construcción.

4. Las condiciones en las que se podría superar la relación del 80 por ciento entre el préstamo o crédito garantizado y el valor de la vivienda hipotecada, sin exceder del 95 por ciento de dicho valor, mediante garantías adicionales prestadas por entidades aseguradoras o entidades de crédito.

5. La forma en que se apreciará la equivalencia de las garantías reales que graven inmuebles situados en otros Estados miembros de la Unión Europea y las condiciones de la emisión de títulos que se emitan tomándolos como garantía.

Esto nos delimita que tipo de créditos hipotecarios pueden ser titulizados, ahora, las entidades que están autorizadas son aquellas que tengan un carácter oficial: bancos, cajas de ahorro, establecimientos financieros de crédito y cooperativas de crédito. Por ejemplo, las entidades que manejan dinero electrónico no tienen esta potestad. (Madrid, 2009, p XCVI)

4.5.2 Clases de valores hipotecarios

En España, la columna vertebral del mercado hipotecario la componen los diferentes valores hipotecarios que se han nombrado anteriormente⁸ y que se detallan a continuación:

1. Las cédulas hipotecarias, se definen como, valores que otorgan un derecho de crédito frente al emisor, con naturaleza de obligación ya que, instrumentan un endeudamiento del emisor para la captación de financiación ajena. Su regulación, sin embargo, no es la misma que se exige en la Ley de Sociedades Anónimas o en la Ley de 24 de diciembre de 1964 sobre las Asociaciones (Madrid, A, 2008. p. DCLV-DCLVII). Los requisitos de estas cédulas se establecen en el artículo 12 de la LMH, los intereses y el capital de las cédulas tienen que estar especialmente garantizados, sin obligación de inscripción registral, mediante hipoteca sobre todas las que en cualquier tiempo, consten inscritas a favor del emisor y no estén ligadas a la emisión de bonos hipotecarios y, mediante los activos de sustitución, en su caso. La garantía del titular del valor grava los derechos de

⁸ Cfr. En el documento, La titulización, Evolución histórica, p. XXIII

crédito (garantizados por hipoteca) que el emisor posee frente a sus clientes (art 14 LHM)

Se trata de una pretendida hipoteca, o, mejor subhipoteca, legal y tácita sobre las hipotecas constituidas a favor de la entidad emisora. La garantía de la cédulas viene dada por la cobertura económica de la cartera de créditos hipotecarios de la entidad emisora (excluidos los créditos afectados a emisión de bonos u objeto de participación hipotecaria,) sobre los que los cedulistas tienen preferencia de cobro, como acreedores especialmente privilegiados. (Madrid, 2009, p XCVII).

Se parece por tanto, al proceso de titulización pay-through pero se añaden más garantías como las establecidas en los artículos 16 y 18 de la LMH.⁹

2. Los bonos hipotecarios, se definen de igual manera a los anteriores, son valores que otorgan un derecho de crédito y que cuentan con la garantía de ciertos préstamos hipotecarios como cobertura de la operación. También se trata de una pretendida subhipoteca sobre los créditos y préstamos hipotecarios que se afecten en escritura pública, sin perjuicio de la responsabilidad patrimonial universal del emisor y, si existen, por los activos de sustitución y flujos económicos generados por los instrumentos financieros vinculados a cada emisión. El valor actual de los bonos tiene que ser inferior, al menos, en un 2% al valor actualizado de los créditos afectados a tenor de lo dispuesto en los artículos 13, 14, y 17 de la LMH. A su vez, si se emiten en serie los bonos, se abre la puerta a la creación de un sindicato de acreedores o titulares de bonos, siendo de aplicación subsidiaria lo establecido en la Ley de Sociedades Anónimas y la de Asociaciones según lo establece el artículo 13 de la LMH y el 49.2 del Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario (en adelante “RMH”). Destaca la semejanza con las cédulas hipotecarias y la razón de su creación es política nacional, que prefería que se utilizara esta segunda vía en vez de la primera.

⁹ Artículo dieciséis.

Las entidades no podrán emitir cédulas hipotecarias por importe superior al 80 por ciento de los capitales no amortizados de los préstamos y créditos hipotecarios de su cartera que reúnan los requisitos establecidos en la Sección II, deducido el importe de los afectados a bonos hipotecarios. Las cédulas hipotecarias podrán estar respaldadas hasta un límite del 5 por ciento del principal emitido por los activos de sustitución enumerados en el apartado segundo del artículo 17.

Artículo dieciocho.

Uno. El emisor estará obligado a mantener en todo momento los porcentajes a que se refieren los dos artículos anteriores.

Dos. Si por razón de la amortización de los préstamos o créditos, el importe de las cédulas y bonos emitidos excediera, respectivamente, de los límites señalados, las entidades podrán optar por adquirir sus propios bonos, cédulas o participaciones hipotecarias hasta restablecer la proporción o, en el caso de que se produzca la cancelación de hipotecas afectadas a una emisión de bonos, sustituirlas por otras que reúnan las condiciones exigidas, quedando estas afectadas mediante la correspondiente escritura pública

3. Las participaciones hipotecarias, son el símil a los MBS utilizados en los Estados Unidos, es decir, valores hipotecarios pass-through con traslado del riesgo por parte del emisor al adquirente. Son valores nominativos que representan los derechos que el prestamista transmite al nuevo titular sobre el crédito hipotecario. Se da una verdadera cesión del crédito hipotecario, por lo que, el préstamo deja de aparecer en el activo de la entidad emisora y el comprador deviene en acreedor hipotecario, quedando la gestión del crédito en manos del emisor. Es destacable la unión individual entre el crédito y las participaciones, lo que hace que, cada una sea diferente según las características de cada uno de los préstamos (montante, vencimiento, localización del inmueble, prestatario...), lo que, transmite la falta de homogeneidad necesaria para poder moverse rápida y eficazmente por lo mercados secundarios. Según el RMH, existen dos clases o tipos de participaciones hipotecarias, las limitadas y las no limitadas:
- a. Las participaciones libres o no limitadas, pueden transmitirse a cualquier persona o entidad con total libertad, se anotan en el Registro de la Propiedad.
 - b. Las participaciones limitadas, son aquellas que no constan en el Registro de la Propiedad y sólo pueden ser cedidas y adquiridas por entidades que operen en el mercado hipotecario y otras entidades de ahorro institucional (Madrid, 2009, p. IC).
4. Los bonos de titulación hipotecaria¹⁰, son valores que otorgan la titularidad sobre participaciones de un fondo, llamado de titulación hipotecaria, y se realizan mediante anotaciones en cuenta. Los bonos son emitidos por un banco de inversión o entidad gestora, pero no incorporan un derecho de crédito contra ésta. Dichos valores, conllevan la propiedad de una cuota o parte del fondo que, a su vez, está formado de participaciones hipotecarias agrupadas. Por tanto, los que compren los bonos, son acreedores hipotecarios de los prestatarios que han realizado un préstamo garantizado con hipoteca. Esta figura, se asemeja a los CDO que se utilizaban en el mercado hipotecario americano, los deudores hipotecarios reciben un préstamo del que nació un crédito hipotecario del que se otorgaron participaciones hipotecarias, que fueron a parar a un fondo *ad hoc* que constituyó los bonos de titulación hipotecaria. Por el mismo motivo que los hizo surgir en EEUU, en España nacen como solución a la falta de

¹⁰ Como curiosidad, hasta el 2007 el legislador no había registrado como el tal el nombre de bonos de titulación hipotecaria, concretamente la primera aparición en un texto legal fue en la Ley 41/2007. La ley 19/1992 sólo establece que “*en particular podrá el Gobierno establecer un nombre específico para los valores emitidos con cargo a los Fondos de Titulación Hipotecaria, y reservarlo en exclusiva para tales valores*”. La siguiente referencia palpable se da en el Preámbulo del Real Decreto 926/1998, según Valle, el citado Real Decreto atribuía “*en su Exposición de Motivos a estos valores hasta entonces innominados, el nombre de bonos de titulación (sic) hipotecaria*” (Valle, J.L., 2008, p. p. CCXXV-CCLIV)

homogeneidad de las participaciones hipotecarias. La creación de un fondo de titulización hipotecaria facilita el movimiento de los créditos en mercados secundarios ya que, si bien el activo no es homogéneo, el pasivo sí lo es. Dada esta homogeneidad, estos bonos se pueden negociar en mercados secundarios completando la titulización.

5. Por último, los certificados de transmisión de hipoteca que son participaciones hipotecarias que no cumplen con todos los requisitos exigidos por la Ley y que se destinan a inversores cualificados. A estos instrumentos, se les aplica la normativa a cerca de participaciones hipotecarias y se crearon a partir del artículo 18 de la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de Medidas de Reforma del Sistema Financiero, mediante la adición al apartado 2 de la disposición adicional 5ª de la Ley 3/1994, de 14 de abril: *“Las participaciones hipotecarias agrupadas en los fondos de titulización de activos podrán corresponder a préstamos y créditos que no reúnan los requisitos establecidos en la Sección 2.ª de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario. Estas participaciones se emitirán y comercializarán con la denominación de "certificados de transmisión de hipoteca".* La justificación de esta adición es que, no era coherente que se permitiera titular todo tipo de activos menos los créditos hipotecarios que fallaran en algún requisito de los dispuestos en el ordenamiento jurídico, por esto se permite movilizarlos mediante la emisión de bonos de titulización de activos.

4.5.3 Los Fondos de Titulización Hipotecaria

Una vez analizados los principales títulos o valores que hacen posible la cesión de los créditos hipotecarios desde el prestatario hasta el inversor, procedemos al análisis de otro instrumento, que si bien se ha nombrado, merece una explicación más profunda: los Fondos de Titulización Hipotecaria.

Los Fondos de Titulización Hipotecaria (en adelante, “FTH”) son agrupaciones de valores que forman un patrimonio común cerrado, sin personalidad jurídica, con un activo formado por participaciones hipotecarias, con un pasivo formado por bonos de titulización hipotecaria y con un valor neto del fondo nulo. Por tanto, no podemos concebir estas figuras como Instituciones de Inversión Colectiva de carácter abierto, sino como Instituciones de carácter cerrado (Arranz, G. 1994, p.VII ss.). Su carácter cerrado se reconoce en la determinación, en el momento de la constitución, tanto de las participaciones hipotecarias que compondrán su activo, como de los bonos que representarán su pasivo. Otro elemento identificador del carácter cerrado de estos

fondos, es su extinción cuando resulten amortizadas las participaciones hipotecarias que componen su activo (Tapia, A.J. 1994, pp. DXXXIX - DXLII)

La regulación que enmarca estos fondos y la titulización en general es la siguiente:

- Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria.
- Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario.
- Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario.
- Real Decreto 926/1998, de 14 de marzo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y las sociedades gestores de fondos de titulización.
- Disposición adicional quinta de la Ley 3/1994, de 14 de abril, de adaptación de la legislación española en materia de entidades de crédito a la segunda Directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

4.5.4 Contenido de los Fondos de Titulización Hipotecaria

La anteriormente mencionada Ley 19/1992 es la que dispone cuál debe ser el contenido de los Fondos de Titulización Hipotecaria, así como, la exigencia de que se creen mediante escritura pública otorgada ante notario¹¹. El contenido está dividido en 5 partes que se detallan a continuación, según dispone el artículo 5.2 de la Ley:

1. Identificación de las participaciones hipotecarias, como ya se ha expuesto, los Fondos de Titulización Hipotecaria componen su activo de participaciones hipotecarias más o menos homogéneas. Se deben prever mecanismos de sustitución de forma que cuando se detecte que alguna participación no cumpla los requisitos para formar parte del fondo, pueda ser cambiada por otra. También, es destacable la posibilidad de la amortización anticipada, lo que conlleva, a efectos financieros, unos riesgos intrínsecos que hay que tener en cuenta, ya que, crea incertidumbre pero, se soluciona por la amortiguación y dilución que supone que el crédito forme parte de una masa de participaciones unida. En este caso, el legislador da libertad a los gestores del fondo a decidir si se opta por la sustitución ante un caso de amortización anticipada o no.

¹¹ Artículo 6 de la Ley 19/1992.

2. Definición precisa del contenido de las emisiones de valores, si se realizan varias emisiones en serie, se exige que se especifique detalladamente los derechos que comporta cada una de ellas y su contenido. Este requisito se traslada del artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores que exige que en el documento de emisión de los títulos se incluya *“la información necesaria para la identificación de los valores integrados en la emisión”*

3. Reglas que regirán el fondo, se detallan la mayor parte de las reglas financieras de configuración del fondo pero, como norma general, la exigencia consiste, en que en términos globales, el valor patrimonial neto del fondo ha de ser nulo coincidiendo los flujos económicos del activo y del pasivo¹². Dentro de esta libertad se puede configurar fondos muy complejos como los estructurados por tramos escalonando el riesgo.¹³ Con esta libertad se puede jugar bastante con los intereses y con el riesgo de impago que en cualquier caso, recae sobre el inversor como dispone el artículo 5.8 de la Ley 19/992: *“los titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en la escritura de constitución del Fondo”*.

4. Designación del registro contable a una entidad, dado que, legalmente, se exige que los valores de los FTH estén anotados en cuenta, resulta evidente la necesidad de contar con una entidad capaz de poder llevar el registro. Teniendo en cuenta que son valores que se van a negociar en mercados secundarios resulta de aplicación el artículo 7.3 de la Ley del Mercado de Valores que exige que *“la llevanza del registro contable corresponda a la Sociedad de Sistemas”*.

5. Denominación, si bien parece cuestión baladí, es necesario para la información del inversor, la correcta identificación del fondo, exigiendo además que se haga referencia a su condición como Fondo de Titulización Hipotecaria.

¹² Según establece el artículo 5.6 de la ley 19/1992, este precepto también contempla la potestad de diseñar y modificar el FTH con amplia libertad.

¹³ Cfr. Concepto de tramos en el documento, ingeniería financiera, origen de la crisis, p. XVIII.

4.5.5 Requisitos para la constitución de los Fondos de Titulización Hipotecaria.

Contenidos en los artículos 26, 27 y 28 de la Ley del Mercado de Valores, los requisitos para actuar en un mercado secundario oficial a través de un fondo de titulización hipotecaria son los siguientes:

1. La aportación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los documentos que acrediten la sujeción del emisor y de los valores al régimen jurídico que les sea aplicable.
2. La aportación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de los estados financieros del emisor preparados y auditados de acuerdo con la legislación aplicable a dicho emisor.
3. La aportación, aprobación y registro en la Comisión Nacional del Mercado de Valores de un folleto informativo, así como su publicación.

De los requisitos expuestos, destaca el folleto informativo como instrumento garante de transparencia en el mercado de valores y de la protección del inversor. El modelo específico de folleto informativo se aprobó en una Circular dictada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Circular 2/1994, de 16 de marzo, “por la que se aprueba el modelo de folleto informativo para la constitución de, los Fondos de Titulización Hipotecaria” anexo I).

4.6 Jurisprudencia reciente de Audiencias Provinciales relativa a la responsabilidad de los bancos por la venta de productos financieros complejos causando error del consentimiento en el cliente.

Se presenta a continuación, una breve recopilación de sentencias que estiman y desestiman pretensiones de clientes de bancos, a cerca de la comercialización de productos financieros entre los que se encuentran los bonos de titulización hipotecaria que ofrecían los FTH.

Es sobradamente notorio que la crisis, que ha asolado al paisaje mundial, ha provocado la interposición de numerosas demandas de personas y sociedades que han perdido sus inversiones total o parcialmente. Estas pretensiones van dirigidas, en su mayor parte, contra los bancos que les proporcionaron el producto o con los que firmaron el contrato de servicios financieros. La fundamentación de estas demandas se cimenta sobre la falta de diligencia en la entrega de información a los clientes, causando error obstativo en la voluntad del adquirente del contrato o del producto en el momento de la firma (*ex art. 1266 CC*). Esta falta de información adecuada, a veces se debía, a que el mismo comercial que ofrecía los productos no sabía de qué se trataban o cómo funcionaban. La explicación de este comportamiento es el interés voraz en la venta de estos activos que conllevaban unas altas comisiones para los intermediarios financieros.

Si bien la mayoría de la jurisprudencia reciente es de categoría menor, ya contamos desde 2009, con una sentencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo que cumple con las pretensiones del demandado (STS, Sala Primera de lo Civil, de 22 de diciembre de 2009, sentencia núm. 834/2009, RJ 2010/703) al conceder la nulidad del negocio jurídico y la restitución de las prestaciones (*ex. Art. 1303 CC*) así como, la indemnización por daños y perjuicios pertinente. Estas son las pretensiones que por lo general se solicitan al tribunal a la hora de la interposición de la demanda.

Antes de entrar en la descripción de las sentencias *in situ*, se van a destacar los dos factores que conforman el denominador común de todas las sentencias y que avalan la tendencia de resolución de este tipo de conflictos según el caso concreto. El primero de estos factores, es la complejidad del producto o del contrato ya que, a una mayor complejidad y riesgo, existe una mayor exigencia de información adecuada por parte del banco. En segundo lugar, destaca el conocimiento financiero del cliente y su experiencia en el sector ya que, si se trata de un inversor experimentado y que se le presupone con conocimiento suficiente, la exigencia de información se ve rebajada para el banco y se acentúa la dificultad de apreciar el error obstativo en el consentimiento y la consecuente nulidad del negocio jurídico.

Se presenta una relación de sentencias, que dentro del marco temporal de la crisis, estiman la nulidad y las pretensiones de los demandantes sobre contratos financieros:

- Sentencia de la Sección 3ª de la AP de Islas Baleares, de 13 de noviembre de 2012, núm. 520/2012, AC 2012/1624.
- Sentencia de la Sección 3ª de la AP de Castellón, de 26 de octubre de 2012, núm. 526/2012, AC 2012/1583.
- Sentencia de la Sección 13ª de la AP de Madrid, de 5 de julio de 2011, núm. 607/2010, AC 2011/1493.
- Sentencia de la Sección 1ª de la AP de Álava, de 7 de abril de 2009, núm. 143/2009, La Ley 41023/2009.
- Sentencia de la Sección 3ª de la AP, de Jaén de 27 de marzo de 2009, núm. 80/2009, La Ley 79447/2009.

Por otro lado, Existe una serie de sentencias dentro de mismo marco con el resultado contrario, véase aquí, una relación de sentencias que desestiman las pretensiones de nulidad de los demandantes:

- Sentencia de la Sección 25ª de la AP Madrid, de 12 de noviembre de 2012, núm. 555/2012, AC 2012/1623.
- Sentencia de la Sección 1ª de la AP de Lugo, de 31 de octubre de 2012, núm. 580/2012, AC 2012/1606.
- Sentencia de la Sección 4ª de la AP de Asturias, de 3 de mayo de 2011, núm. 167/2011, JUR 2011/214814.
- Sentencia de la Sección 9ª de la AP de Valencia, de 19 de abril de 2011, núm. 119/2011, JUR 2011/226694.

A modo de ejemplo, se presenta un análisis de dos de las sentencias citadas para un entendimiento más profundo. En primer lugar, como modelo de estimación de la nulidad del negocio jurídico, se propone: la Sentencia de la Audiencia Provincial de Jaén de 27 de marzo de 2009 que estima el recurso de apelación interpuesto contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia de Alcalá la Real de 6 de junio de 2008. En esta aceptación del recurso, se declara nulo un contrato marco de operaciones y de permuta financiera y se condena al Banco Santander al pago de los daños causados a su cliente, el demandante, por falta de información en la celebración del contrato. A esta conclusión se llega tras el análisis de la documentación aportada y, en especial, tras las declaraciones del empleado del banco, que explicó que, si bien identificaba el contrato como de permuta financiera, le explicó al cliente que se trataba de un seguro por el que, se cambiaba el tipo de interés de su hipoteca de variable a fijo a cambio de una prima de 600 euros. Esta explicación denota que la información provista por el empleado causó error en el cliente. No se expresó con la diligencia suficiente la información sobre el negocio jurídico que se estaba realizando, provocando error obstativo en el cliente y convirtiendo el contrato en nulo.

En segundo lugar, destacamos de la Sentencia de la Audiencia Provincial de Madrid de 5 de Julio de 2011, que estima el recurso de apelación por Bankinter contra la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 92 de Madrid de 21 de mayo de 2010. Esta sentencia desestima la pretensión del demandante sobre la nulidad de un contrato de inversión en bonos estructurados emitidos por Lehman Brothers Treasury Co. BV y declara absuelto al banco de la obligación de restituir las prestaciones del contrato, por valor de 216000 dólares americanos. La fundamentación de la aceptación del recurso de apelación se basa en que el banco había causado error en el cliente, ya que, se había hecho creer que el resultado de la inversión estaba garantizado por Bankinter. Tras un análisis de la documentación entregada por cada una de las partes, así como, de las características de los demandantes, el tribunal no consideró probado el

error que la demandante había considerado que le había movido a firmar el contrato. Éste, no fue apreciado por las siguientes razones: el error no se demuestra, puesto que, poco antes de la contratación de esta inversión, se había realizado otra sobre un bono sin capital garantizado, Bankinter en ningún momento le indicó que garantizaba la operación, la pérdida de la inversión era posible y la cliente lo conocía, esta pérdida se produjo con posterioridad a la celebración del contrato, y el vicio del consentimiento no puede declararse por hechos posteriores a la firma del acuerdo y, por último, no se probó que la garantía supuestamente ofrecida por Bankinter fuera elemento esencial del contrato. Además la demandante es licenciada en ciencias empresariales, consultora financiera y, su esposo, es licenciado en derecho, consultor de marketing y estuvo presente en el momento del acuerdo.

5 EL DESARROLLO DE LA CRISIS: LA CAÍDA DE LEHMAN BROTHERS.

“Hace 30 años si pedías un préstamo para una casa, la persona que te lo prestaba esperaba que le pagaras. El prestamista quería que le pagaras su préstamo. Ahora, mediante la bursatilización la gente que hizo el préstamo no corre riesgos si no le pagas” palabras del diputado Barney Frank, director del Comité de Servicios Financieros de la Vivienda (*House Financial Services Committee*)

“No eras responsable, no había restricciones. Podías sacar muchos préstamos” dicho por Gillian Tett reportera financiera y asistente de dirección del *Financial Times*. (Inside Job, 2010). Estos testimonios de actores principales de la crisis nos dejan ver como había cambiado el paisaje del mercado crediticio, donde reinaba el descontrol y la avaricia salvaje por obtener un mayor beneficio o un bonus mayor a final de año, liberada por un sistema de responsabilidades ineficaz.

VALOR DEL MERCADO INMOBILIARIO EN EEUU CUANTÍA PRESTADA, PRESTAMISTAS, Y FINANCIACIÓN

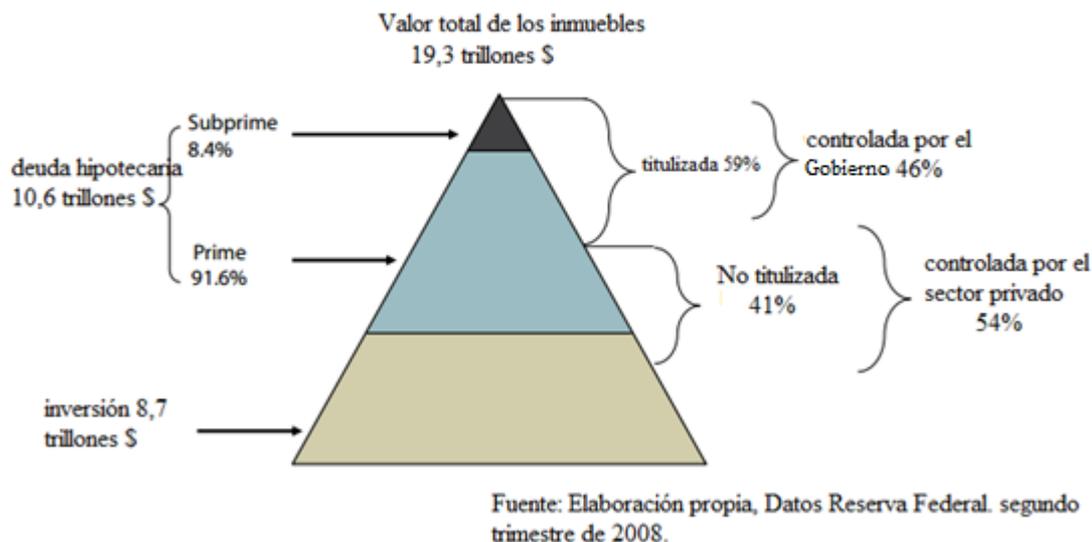


Figura VIII: Esquema del valor de las viviendas en EEUU.

Basándonos en el esquema anterior, todo parecía que funcionaba correctamente, los inversores obtenían sus rentabilidades, los bancos comerciales aumentaban su negocio, los directivos y analistas de los bancos de inversión cobraban sus bonus, el porcentaje de hipotecas Subprime no era demasiado alto. No obstante el mercado inmobiliario se ha desarrollado con gran notoriedad, alcanzando el valor de 19,3 trillones americanos de dólares. Los directivos de la banca mayorista presionaban a los bancos comerciales para que concedieran más créditos y ellos poder realizar más operaciones para así, aumentar su bonus y como se ha señalado, se acaba por rebajar los requisitos de concesión de créditos para poder suplir a la demanda de la banca de inversión, según Martin Wolf, comentarista económico jefe del Financial Times *“no eran beneficios reales, era dinero creado por el sistema y registrado como ingreso. Dos o tres años después, si alguien no paga, se borra el ingreso. Yo creo que esto fue, en retrospectiva, un gran fraude nacional, no nacional, sino un fraude piramidal mundial”*.¹⁴

¹⁴ Cfr. (Inside Job, 2010) para completar información.

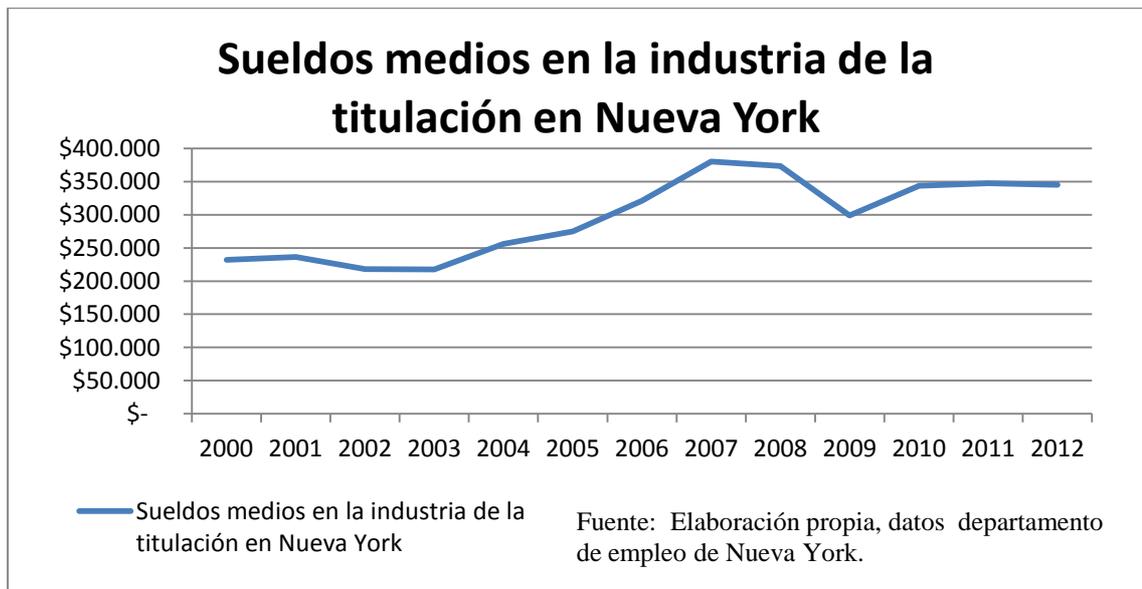


Figura IX: Sueldos medios en la industria de la titulización en Nueva York

Aquí llega el primer problema de una cadena que parecía funcionar, los banqueros empiezan a mirar más por su bonus a final de año, que por sus clientes inversores, no les importaba vender créditos o bonos con menor calidad con tal de recibir una gran compensación a final de año. Como podemos ver en la gráfica, los dos años anteriores al Crack, en septiembre de 2008, fueron los más beneficiosos para los trabajadores de Wall Street, en concreto, para aquellos dedicados a los títulos valores.

El siguiente paso hacia el crack fue el excesivo apalancamiento de los bancos de inversión que se endeudaron en grandes proporciones para poder comprar más CDO y vendérselos a sus clientes. En 2004 Henry Paulson, gerente general de Goldman Sachs influyó en la SEC (Securities and Exchange Commission), semejante a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante “CNMV”) en nuestro país, para relajar los límites de apalancamiento de los bancos permitiendo que pidieran más dinero prestado. Se consiguió permitiendo que se arriesgaran más como muestra el siguiente gráfico, llegando a niveles, a principios de 2008, 30:1.

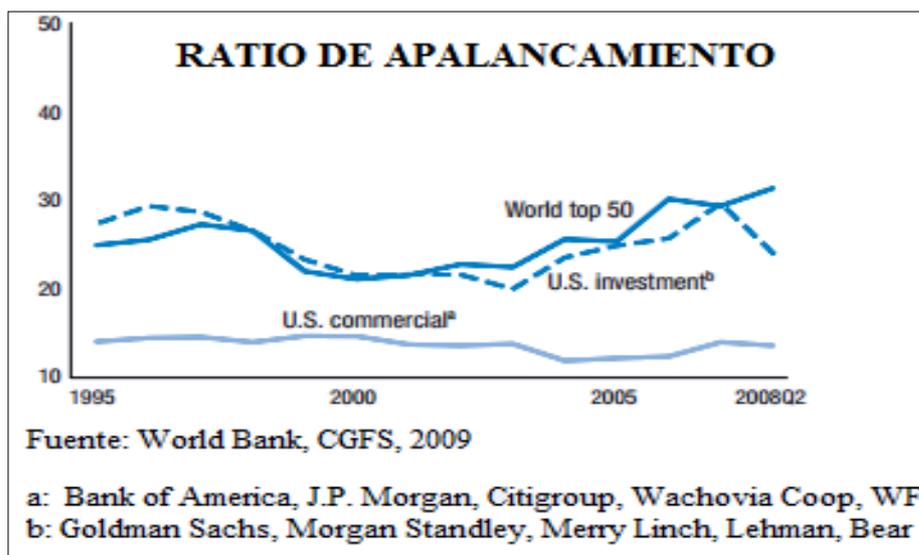


Figura X: Ratio de apalancamiento bancario

Bajo estas circunstancias, era cuestión de tiempo que algo explotara, y así fue, el famoso Banco de Inversión Bear Stearns se quedó sin efectivo y para evitar la quiebra fue adquirido por J.P. Morgan el 16 de marzo de 2008, por 2\$ la acción, apoyado con 30.000 \$ millones de garantía por parte de la Reserva Federal. Es destacable que sólo un mes antes el banco estuviera calificado por las agencias con AA, la segunda mejor calificación posible. Las agencias creadas por el gobierno para estimular el mercado hipotecario Fannie Mac y Freddie Mae también tuvieron que ser rescatadas. El clima parecía calmarse hasta que pasó el verano y los prestatarios comenzaron a no pagar los créditos, el precio de la vivienda dejaba de crecer, incluso sufría alguna pérdida. El informe Larosière de febrero de 2009 sobre la crisis financiera estipula que “en el otoño de 2008 se sitúa el momento crucial de la crisis financiera como consecuencia de la combinación de la falta de transparencia, la infravaloración del riesgo de las agencias de rating y la decisión del Gobierno de Estados Unidos de no salvar a Lehman Brothers” (El Informe Larosière de febrero de 2009 sobre la crisis financiera, 2009, pp. CCLXXXII-CCLXXXV) Concretamente, el fin de semana del 12 de septiembre de 2008, es el momento más destacado de la crisis, cuando el colapso financiero podía acabar con el sistema económico moderno, la desconfianza reinaba en los mercados, Lehman Brothers no podía conseguir una línea de crédito que le proporcionara la liquidez suficiente para poder seguir operando. El fin de semana comenzó con la esperanza de poder llegar a un acuerdo, con o sin la ayuda del gobierno, que salvará a Lehman Brothers, el cuarto banco de inversión de los Estados Unidos, de la caída que estaba sufriendo (Figura XI). Este acuerdo pretendía firmarse en una conferencia puente en la Reserva Federal, donde se reunieron los presidentes de los bancos de inversión de mayor tamaño. En esta reunión se intentó alcanzar un acuerdo por el cual, el resto de bancos prestaran

fondos a Lehman Brothers, con algún tipo de garantía por parte de la Reserva Federal. Finalmente, este acuerdo no se alcanzó, debido a la voluntad política de no hacer más rescates bancarios y al miedo que tenía el resto de bancos de ser los siguientes en caer. Mientras tanto, se habían recibido ofertas para adquirir el banco que su presidente Dick Fuld, consideró insuficientes hasta que el peor momento llegó. De forma paralela a la conferencia puente, Lehman Brothers recibió el interés de Bank of America y de Barclays por comprar el banco. Viendo la situación, Merrill Lynch iba a ser el siguiente banco en no tener efectivo para poder acometer sus obligaciones, así que, se ofreció a Bank of America. Éste, decidió comprar Merrill Lynch debido a que, su tamaño era menor y comportaba un menor riesgo para el banco. Con la única alternativa de Barclays sobre la mesa, Lehman Brothers aceptó el acuerdo, pero los reguladores ingleses exigieron una serie de garantías entre las que se encontraba la ratificación de los socios. Este requisito hacía imposible el acuerdo puesto que, necesitaba un plazo que el banco no tenía, ya que, cuando abrieran los mercados, el precio de la acción se iba a desplomar y así ocurrió:



Figura XI: Cotización de Lehman Brothers.

Lehman Brothers registró 3200 millones de dólares en pérdidas y declaró la quiebra el 15 de septiembre de 2008, destruyendo el empleo de 25000 personas y haciendo tambalear al sistema financiero mundial. En particular, si la decisión de dejar que Lehman Brothers quebrara fue un error crítico que desencadenó un tsunami económico y financiero mundial será debatido durante años. Algunos expertos afirman que las autoridades deberían haber sabido que los inversores

perciben la suerte de los bancos como entrelazada, por lo que, permitir que uno quiebre, iba a socavar la confianza en los demás. Otros dicen que Lehman Brothers era único y todo el mundo lo sabía.

La preocupación no acaba ahí, como se ha explicado antes, la compañía de seguros American International Group (en adelante "AIG"), había vendido una ingente cantidad de CDS o seguros de impago de deuda que ahora se hacían efectivos al comenzar las deudas a no ser pagadas. AIG había vendido seguros por todo el mundo y no podía hacer frente a todos los pagos pendientes, lo que, hubiera supuesto su colapso y el colapso financiero mundial total. Por esto, la Reserva Federal, el 17 de septiembre de 2008, adquirió el 80% de la compañía y le concedió un crédito de emergencia 85.000 millones de dólares para rescatarle. *"En las actuales circunstancias, un colapso [fracaso desordenado, en el literal] de AIG elevaría los ya significativos niveles de fragilidad del mercado financiero"* se dice en un comunicado de la Reserva Federal. Con lo que se vuelve a cumplir la regla de *"too big to fail"*. (Pozzi, 2014).

6. CONCLUSIONES

La globalización se encuadra como una corriente que está cambiando la forma de actuar de las compañías, de los gobiernos y de la ciudadanía en general. Se trata de una tendencia que trata de unir estrategias y de derribar barreras entre naciones y poblaciones. Por lo general, tiene una consideración positiva, porque ayuda a generar sinergias y a explotar conocimientos, oportunidades, recursos y posibilidades. No obstante, tras analizar los hechos acontecidos, esta tendencia tiene otra cara, la asunción de esta corriente conlleva una serie de aspectos negativos que no siempre son contemplados por sus agentes. De la observación de las crisis acontecidas, podemos deducir que la conexión total entre mercados, entre compañías y clientes puede provocar un efecto dominó de los problemas que acabe afectando a todos los lugares del globo. Uno de los objetivos de la realización de estudio era dilucidar cuáles habían sido los principales catalizadores de la crisis para poder evitarlos en un futuro. Más allá de toda duda, podemos encuadrar como causa o catalizador, la rápida extensión de un problema local estadounidense al resto del mundo. Esta reflexión no pretende afirmar que el modelo autárquico sea mejor que el globalizado, sino que se perfila como necesario un examen de los aspectos negativos de esta tendencia, que, en ocasiones, se obvian a la hora de tomar decisiones. Esta línea de investigación queda pendiente para un posible estudio posterior.

En relación con el primer plano, más general, del que se hablaba al comienzo de este trabajo obtenemos la conclusión, quizás más importante de este trabajo. Como solución para futuras crisis con elementos similares, se propone la creación de una regulación internacional que introduzca una nueva estructura en los mercados y mejore su gestión. Quizás se deba volver a la separación entre banco comercial y bancos de inversión, de forma, que se aseguren algo tan básico como los depósitos de los ciudadanos. Esta regulación debe absorber los riesgos sistémicos, dando confianza y seguridad al inversor, confianza tanto en los bancos como en las agencias de calificación crediticia, estableciendo, por ejemplo, sanciones a comportamientos desleales por parte de los agentes. Otro de los objetivos de esta regulación propuesta sería la transparencia, transparencia de los intermediarios financieros bajo una supervisión certera y eficaz que establezca una competencia sana y efectiva entre ellos. Esta transparencia debe de acabar con lo que, a ojos del autor, es un conflicto de intereses no resuelto. Este conflicto de intereses es el que existe entre la agencia de calificación crediticia y sus criterios de objetividad, con los bancos de inversión que abonan sus tarifas y su última finalidad de maximizar los beneficios. Según lo expuesto podemos concluir que las agencias de calificación crediticia han incurrido en una mala praxis motivada por unas exigencias rebajadas y adulteradas por una

regulación laxa que no ha exigido responsabilidades. Observando que el modelo capitalista puro precisa de una intervención o supervisión por parte de los estados, es lógico pensar que un fenómeno mundial como la globalización y sus implicaciones, sea regulado por organismos mundiales ya que, las consecuencias que se deriven de éste afectarán a toda la población.

Como siguiente conclusión sería conveniente comentar el riesgo moral o *moral hazard* tan polémico tras la debacle financiera. La actuación del sector bancario ha sido negligente en dos momentos concretos: el primero, con la concesión de créditos a personas que se conocía que no iban a poder acudir a su cumplimiento y; el segundo, al intentar enmascarar estos productos defectuosos a través de la ingeniería financiera. Tras esto, debe acabar la tendencia que afirma que cualquier innovación en el mundo de las finanzas mejora el mercado porque da pie a abusos como los explicados. Los bancos asumieron riesgos que les llevaron a situaciones cercanas a la quiebra, lo que, obligó a los gobiernos a rescatarles mediante inyecciones de capital provenientes del erario público, ya que, si no se hiciera, las consecuencias de pérdida de los depósitos o de caída del sistema financiero serían aún más desfavorables. Desde el otro punto de vista, si cualquier otra compañía acomete una estrategia que no es exitosa y tiene que quebrar, lo hace, así, se define la libertad de mercado. Como opinión del autor, en el caso de que esté en juego los depósitos, parece completamente imprescindible que se realice un rescate, ya que la pérdida de esos fondos, supondría volver a la economía de trueque y el dinero perdería su significado. Si por el contrario, este tipo de fondos no están en juego, los bancos e instituciones financieras deben sufrir las mismas consecuencias que cualquier otra compañía que acometa una estrategia no exitosa. Para evitar que entre en juego el dinero de los depositantes, es capital que la regulación internacional propuesta lo recoja en su articulado.

Por último, en cuanto a la regulación sobre titulización en España, desde la opinión del autor, se trata de una regulación completa, suficientemente garantista y que deja, en gran parte al arbitrio del juez, la apreciación o no de la nulidad de un negocio jurídico de esta clase. Se puede extraer la conclusión de que es capital que los bancos y las entidades de crédito pongan especial atención a la explicación de sus productos a los clientes. Deben asegurarse de que el cliente ha comprendido en su totalidad la oportunidad que se está ofreciendo, para ello, es imprescindible, que los agentes bancarios estén lo suficientemente formados para ello. Se pueden comercializar productos financieros siempre que se haga con las reservas necesarias para que todas las partes del negocio sean conscientes de la operación que se está llevando a cabo.

7. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

7.1. Fuentes bibliográficas:

Abadía, L. 2008. “La crisis ninja”. *Madrid, Espasa*.

Arranz, G. “La titulización hipotecaria en España. Un enfoque institucional”, *Crédito Cooperativo*, año XI, núm. 69, marzo-abril 1994, pp. VII ss.

Carlosraviglione, M. 2014. “Securitización de Hipotecas” - Monografias.com. [Online] Disponible at: <http://www.monografias.com/trabajos/sechipo/sechipo.shtml#ixzz2mWqmQenc> [Accedido: 24 Feb. 2014].

Cnnexpansion.com. 2014. “Los orígenes de la crisis”. [Online] Available at: <http://www.cnnexpansion.com/economia/2009/02/06/los-origenes-de-la-crisis> [Accessed: 17 Feb 2014].

D’Hulster, K. 2014. “The leverage ratio”. [Online] Available at: <http://www.worldbank.org/financialcrisis/pdf/levrage-ratio-web.pdf> [Accessed: 3 Mar 2014].

Crotty, J. 2008: “Structural causes of the global financial crisis: A critical assessment of the “New financial architecture””, Working Paper, University of Massachusetts, Department of Economics, No. 2008-14.

Euribor. 2011. “Historia de las agencias de calificación”. [Online] Available at: <http://www.euribor.com.es/2011/07/14/historia-de-las-agencias-de-calificacion/#> [Accessed: 24 Feb 2014].

Financial Times, 2008 “Regulators raise fears over 'hardwired' credit ratings,” June 12 2008.

Friedman, SJ 1985, “The Glass-Steagall Act and Moral Authority”, *Management Review*, 74, 2, p.XVI, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 18 February 2014.

Gitman, L. J. and Joehnk, M. D. 2009. “Fundamentos de inversiones”. México: Pearson Educación.

- Madrid, A. 2008: "Capítulo 33: Las obligaciones" en Derecho Mercantil (coord. G.J. Jiménez Sánchez), 12ª ed., Barcelona 2008, t. I, pp. DCLV-DCLVII.
- Madrid, A. 2009. Conferencia: " La titulización de créditos hipotecarios" Anales de la Academia Matritense del Notariado Tomo IL. Madrid: Colegio Notarial de Madrid.
- Marx, C. 2001. "Manuscritos económicos y filosóficos de 1844". Edición preparada por Juan R. Fajardo. p. XLII.
- National Association of Insurance Commissioners, NAIC. 2012. "Financing Home Ownership: Origins and Evolution of Mortgage Securitization Public Policy, Financial Innovations and Crises". [Report] CIPR White Paper WPS 2012-01, pp. II-VIII.
- Østrup, F, Oxelheim, L, & Wihlborg, C 2009, "Origins and Resolution of Financial Crises: Lessons from the Current and Northern European Crises", Asian Economic Papers, 8, 3, pp. CLXXVIII-CCXX, Business Source Complete, EBSCOhost, viewed 17 February 2014.
- Pozzi, S. 2014. "EE UU acude al rescate de AIG para evitar una nueva quiebra". El País, 17 Septiembre 2008.
- Russell, E. (2008) "Las reformas New Deal keynesiano bancarios y Estado de Bienestar Capitalism" (New York: Routledge)
- Tapia, A.J., "El folleto informativo para la constitución de los Fondos de Titulización Hipotecaria". 1994. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 13 (154), pp. DXXXIX - DXLII. ISBN: 0211-6138.
- Tapia, A.J., "El Informe Larosière de febrero de 2009 sobre la crisis financiera". 2009. Revista de Derecho Bancario y Bursátil, 28 (114), pp. CCLXXXII-CCLXXXV, ISBN: 0211-6138.
- The Economist. 2014. "Crash course". [Online] Available at: <http://www.economist.com/news/schoolsbrief/21584534-effects-financial-crisis-are-still-being-felt-five-years-article> [Accessed: 17 Feb 2014].
- Topics.nytimes.com. 2013. "Glass-Steagall Act" (1933) News - The New York Times. [Online] Available at: http://topics.nytimes.com/top/reference/timestopics/subjects/g/glass_steagall_act_1933/

[Accessed: 18 Feb 2014].

Torres, J. 2010. “La crisis de las hipotecas basura”. Madrid: Sequitur

Valle, J.L.: “Capítulo 7. El mercado secundario de refinanciación hipotecaria tras la reforma llevada a cabo por la Ley 41/2007 de 7 de diciembre” en Jornadas sobre la Ley por la que se modifica la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero, de regulación de las hipotecas inversas y el seguro de dependencia, Madrid, 2008, pp. CCXXV-CCLIV.

Wharton University. 2008. “Regulation-induced Innovation: The Role of the Central Bank in the Subprime Crisis” - Knowledge@Wharton. [Online] Available at: <http://knowledge.wharton.upenn.edu/article/regulation-induced-innovation-the-role-of-the-central-bank-in-the-subprime-crisis/> [Accessed: 25 Feb 2014].

7.2. Otras fuentes:

Economia48.com. 2014. Margen De Intermediación Financiera - Enciclopedia de Economía. [Online] Available at: <http://www.economia48.com/spa/d/margen-de-intermediacion-financiera/margen-de-intermediacion-financiera.htm> [Accessed: 17 Feb 2014].

Es.finance.yahoo.com. 2014. LEHMQ Cotizaciones históricas | LEHMAN BROS HLD Acción - Yahoo! Finanzas. [Online] Available at: <http://es.finance.yahoo.com/q/hp?s=LEHMQ&b=15&a=08&c=2007&e=15&d=08&f=2008&g=d> [Accessed: 3 Mar 2014].

Freddiemac.com. 2014. Freddie Mac House Price Index (FMHPI) Data - Freddie Mac. [Online] Available at: <http://www.freddiemac.com/finance/fmhpi/> [Accessed: 1 Mar 2014].

Inside Job. 2010. [Video] Estados Unidos: Charles Ferguson.

Investopedia. 2009. Tranches Definition | Investopedia. [Online] Available at: <http://www.investopedia.com/terms/t/tranches.asp> [Accessed: 26 Feb 2014].

Invertia.com. 2014. Histórico cotizaciones NASDAQ 100, Bolsa: fecha, volumen, apertura y cierre, diferencial. [Online] Available at: <http://www.invertia.com/mercados/bolsa/indices/nasdaq-100/historico-ib018ndx> [Accessed:

1 Mar 2014].

Labor.ny.gov. 2014. Quarterly Census of Employment and Wages (QCEW) - New York State Department of Labor. [Online] Available at: <https://www.labor.ny.gov/stats/ins.asp> [Accessed: 3 Mar 2014].

Megabolsa.com. 2014. Calificaciones de las Agencias de Rating - Biblioteca Megabolsa. [Online] Available at: <http://www.megabolsa.com/biblioteca/aspectos27.php> [Accessed: 24 Feb 2014].

Research.stlouisfed.org. 2014. Graph: Effective Federal Funds Rate (FEDFUNDS) - FRED - St. Louis Fed. [Online] Available at: <http://research.stlouisfed.org/fred2/graph/?id=FEDFUNDS> [Accessed: 1 Mar 2014].

Sifma.org. 2014. SIFMA. [Online] Available at: <https://www.sifma.org/research/statistics.aspx> [Accessed: 1 Mar 2014].

8. ANEXOS:

Anexo I: Ejemplo de folleto informativo sobre la constitución de un Fondo de Titulización Hipotecaria del Banco Santander

FONDO DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA HIPOTEBANSA VII

BONOS DE TITULIZACIÓN HIPOTECARIA 52.800.000.000.-Pts.

SERIE A 51.375.000.000.-Pts. LIBOR 3M + 0,15%
SERIE B 1.425.000.000.-Pts. LIBOR 3M + 0,525%

RESPALDADOS POR PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS EMITIDAS POR BANCO SANTANDER

DIRECTOR

BANCO SANTANDER

ASEGURADORES
TRAMO NACIONAL

BANCO SANTANDER

BANCO BILBAO VIZCAYA
BANCO DE NEGOCIOS ARGENTARIA

CAJA DE MADRID

ASEGURADORES
TRAMO INTERNACIONAL

MORGAN STANLEY & Co. INTL. LTD.

CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ
PARIBAS

Agente de Pagos

BANCO SANTANDER

Diseñado, Promovido y Administrado por:

SANTANDER DE TITULIZACIÓN, S.G.E.T. S.A.

INDICE

Pág.

CAPITULO I:	PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD DE SU CONTENIDO Y ORGANISMOS SUPERVISORES DEL FOLLETO	1
CAPITULO II:	INFORMACIÓN RELATIVA A LOS VALORES QUE SE EMITEN CON CARGO AL FONDO DE TITULIZACIÓN	4
CAPITULO III:	INFORMACIONES DE CARÁCTER GENERAL SOBRE EL FONDO .44	
CAPITULO IV:	INFORMACIONES SOBRE LAS ACTIVIDADES Y LOS ACTIVOS DE LOS FONDOS	57
CAPITULO V:	INFORMACIÓN ECONÓMICO-FINANCIERA DEL FONDO	82
CAPITULO VI:	INFORMACIÓN DE CARÁCTER GENERAL SOBRE LA SOCIEDAD GESTORA	101
CAPITULO VII:	EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS DEL FONDO.....	104



ANEXO I:	CERTIFICACIÓN DE ACUERDO DE COMISIÓN EJECUTIVA DE BANCO SANTANDER PARA LA EMISIÓN DE PARTICIPACIONES HIPOTECARIAS A SER AGRUPADAS EN EL FONDO.	
ANEXO II:	CERTIFICACIÓN DEL ACUERDO DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DE LA SOCIEDAD GESTORA PARA LA CONSTITUCIÓN DEL FONDO Y LA EMISIÓN DE BONOS.	
ANEXO III:	CARTA DE STANDARD & POOR'S ESPAÑA CARTA DE RATING MOODY'S ESPAÑA	

ANEXO IV: INFORME DE AUDITORÍA DE LA CARTERA DE PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS PARTICIPADOS.

ANEXO V: CARTA ENTIDAD DIRECTORA.

Anexo II, Ejemplo de folleto informativo sobre la constitución de un Fondo de Titulización Hipotecaria BBV Titulización.

FOLLETO INFORMATIVO

Completo

sobre la constitución del

FONDO DE TITULIZACION DE ACTIVOS BBVA – 1

Constituido, administrado y representado por

BBV TITULIZACION, Sociedad Gestora de

Fondos de Titulización, S.A.

Y

EMISION DE CINCO CLASES DE BONOS A, B, C, D y E

CALIFICADAS, RESPECTIVAMENTE, AAA, AA+, A, BBB y BB

por FITCH IBCA ESPAÑA, S.A.

Y

AAA, AA, A, BBB y BB por

STANDARD & POOR'S ESPAÑA, S.A.

Verificado e Inscrito en los registros oficiales de la CNMV con

Fecha 8 de febrero de 2000

INDICE

ADVERTENCIA PRELIMINAR

0. RESUMEN DE LA OPERACION OBJETO DEL PRESENTE FOLLETO INFORMATIVO.....
.....
- I. PERSONAS QUE ASUMEN LA RESPONSABILIDAD DEL CONTENIDO DEL FOLLETO Y ORGANISMOS SUPERVISORES DE ESTE.
- II. INFORMACION RELATIVA A LOS VALORES QUE SE EMITIRAN CON CARGO AL

	FONDO.....
III.	INFORMACION DE CARACTER GENERAL SOBRE EL FONDO.....
IV.	INFORMACION SOBRE LA ACTIVIDAD Y LOS ACTIVOS DEL FONDO
V.	INFORMACION ECONOMICO FINANCIERA DEL FONDO.....
VI.	INFORMACION RELATIVA A LA SOCIEDAD GESTORA.....
VII.	EVOLUCION RECIENTE Y PERSPECTIVAS DEL FONDO
VIII.	ANEXOS

Anexo 1 (A) Certificación del acuerdo del Consejo de Administración de la Sociedad Gestora para la constitución del Fondo y la Emisión de cinco Clases de Bonos.

(B) Certificación del acuerdo de la Comisión Delegada Permanente de Banco Bilbao Vizcaya, S.A. (actualmente Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A.) relativa a la cesión de los Activos Titulizados al Fondo.

Anexo 2 Informe de Arthur Andersen y Cía., S. Com., sobre los Activos Titulizados que formarán parte del activo del Fondo.

Anexo 3 Cartas de Fitch IBCA España, S.A. y de Standard & Poor's España, S.A.

Anexo 4 Declaración de Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. como entidad cedente.

Anexo 5 Declaración de las Entidades Directoras.

Anexo 6 Protocolo de Procedimiento y Actuación.

Anexo 7 Modelo de informe sobre la evolución de los Activos Titulizados incorporados al Fondo.

Anexo 8 Política de Concesión de Crédito.

Anexo 9 Política de Cobros.

Anexo 10 Listado de Definiciones.

9. LISTA DE ACRÓNIMOS

- ABS Asset Backed Security, Titulizaciones de Activos.
- AIG American International Group.
- CDO Collateralized Debt Obligation, Obligación de Deuda Garantizada.
- CDS Credit Default Swap, Seguros de Impago de Deuda.
- CNMV Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- EE.UU Estados Unidos de América.
- Fannie Mae Federal National Mortgage Association, Asociación Nacional Federal Hipotecaria.
- FHFA Agencia Federal de Financiación de la Vivienda.
- FTH Fondos de Titulización Hipotecaria.
- Freddie Mac Federal Home Loan Mortgage Corporation, Corporación Federal de Préstamos Hipotecarios para la Vivienda.
- Ginnie Mae Government National Mortgage Association, Asociación Nacional Gubernamental de Hipotecas.
- LMH Ley de Regulación del Mercado Hipotecario.
- MBS Mortgage Backed Security; Titulización de Créditos Hipotecarios
- NYSE New York Stock Exchange, Mercado de Valores de Nueva York.
- RMH Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario.
- SEC Securities and Exchange Commission, Comisión de Titulizaciones e Intercambio.
- S&P's Standard and Poor's.