

Tesis doctoral

**La vinculación entre los sectores
financiero e inmobiliario**

Presentada por Amadeo Arderiu Calvo

Director: Dr. Jordi Fernández Gimeno

Universitat Politècnica de Catalunya
Departamento de Organización de Empresas
Programa de Doctorado en Administración y Dirección de
Empresas

Octubre 2015

A mi familia.

Resumen

La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, excesiva o inadecuada en ocasiones, se genera a través de sus activos y en todas las operaciones en que intervienen.

Su estudio comprende la financiación de inversiones con garantía hipotecaria, inmobiliarias o no, y las participaciones societarias entre ambos. Considerando el gran porcentaje que supone la deuda hipotecaria respecto del total de la financiación concedida por las entidades crediticias, la investigación se concentra en la vinculación que proviene de préstamos o créditos con garantía inmobiliaria, y de sus posteriores titulizaciones.

Asimismo, atendiendo a las diferencias regulatorias y económicas de cada país, la tesis se centra en el ámbito jurídico y económico de España, que en algunos procesos compara con el modelo estadounidense.

El activo crediticio, con su inmueble colateral que determina el importe máximo de aquél, puede formar parte de carteras titulizadas, con diferentes configuraciones. El riesgo de estos títulos hipotecarios se puede cubrir con nuevos activos, que, a su vez, son asegurados con otros similares, negociándose todos en mercados globalizados.

La cadena de vinculación, compuesta por diferentes activos financieros e inmobiliarios, anclados y dependientes unos de otros, resume un rígido equilibrio de valores, riesgos y rentabilidad. Su gran complejidad proviene de su exposición al futuro, de su dependencia de la variación del valor del inmueble que constituye la garantía hipotecaria original, y de la regularidad dineraria de sus subyacentes financieros.

Se trata de un circuito de liquidez que responde a la demanda de rentabilidad y riesgo, configurado por activos valorados con diferentes métodos, cuya negociación supone un importante volumen económico. Debido a la dependencia de unos activos con otros, y a la poca transparencia en los procesos que determinan el valor de algunos de ellos, esta vinculación puede traducirse en fragilidad y vulnerabilidad de los mercados financieros implicados. De tal situación, resultan situaciones de crisis cuyas consecuencias, en ocasiones, exceden el perímetro de los dos sectores, trasladándose a la economía real o al propio riesgo de un país, a través de sus instituciones sistémicas, con el riesgo moral como referencia.

La investigación estudia cómo y por qué se anclan ambos sectores, los motivos de que tal vinculación se incremente y las consecuencias que de todo ello se derivan. Al respecto, se estudia la posible relación de causalidad de la vinculación de los dos sectores con la disponibilidad de información en sus operaciones, o con el incremento de riesgos en las mismas.

La gestión de ambos sectores, y la participación en sus mercados, dependen de las decisiones que toman sus operadores. Esto supone destacar el papel de la regulación y los medios de supervisión, así como la necesaria capacitación profesional y calidad ética en las decisiones y acciones de las personas que participan en los mercados financiero e inmobiliario. En tal sentido, la tesis considera que las leyes pueden cambiar y que las innovaciones financieras seguirán presentes en los mercados, pero la ética se mantiene estable.

Las crisis forman parte de la propia naturaleza de los ciclos económicos y se cree inevitable su repetición, con incrementos de valor en activos, apalancamientos desproporcionados y acumulación de riesgos excesivos, a través de activos financieros vinculados a bienes inmobiliarios o a otro tipo de activos. El conocimiento de situaciones anteriores aporta experiencia y criterio para no incurrir en errores ya conocidos, por lo que la tesis se propone aportar suficiente documentación de los diferentes apartados interrelacionados. Sin embargo, el conocimiento del pasado no permite inferir el futuro.

Palabras clave: Sector inmobiliario, Sector financiero, Titulización, Vinculación entre sectores, Ciclo inmobiliario, Riesgos, Asimetría de la información, Riesgo moral, Valor de los activos, Regulación, Ética.

Abstract

The link between financial and real estate sectors, sometimes excessive and others inadequate, is generated through its assets and in all the operations in which they intervene.

Its study comprises finance of mortgage-backed investments, real estate or otherwise, and the corporate participations between both of them. Taking into account the major percentage that mortgage debt represents as regards the entire funding granted by credit agencies, this research study focuses on the link between real estate-backed loans or credit and their subsequent securitizations.

In addition, taking into account the regulatory and economic differences of each country, the thesis concentrates on the Spanish juridical and economic context, which in some processes is compared with the US model.

Credit assets, with their real estate collateral, which determines the maximum amount of the credit, may form part of securitized portfolios, with different configurations. The risk these mortgage-backed securities represent can be covered by new assets, which are in turn insured with other similar ones, all negotiated on globalized markets.

The linking chain, composed by different financial and real estate assets, anchored in and dependent on each other, comprise a rigid balance of values, risks and profitability. Its great complexity arises from their exposure to the future, from their dependence on the variation of the value of the property that constitutes the original mortgage guarantee, and on the monetary regularity of their underlying financial assets.

This is a liquidity circuit that responds to the demand for profitability and risk, configured by assets valued by different methods, whose negotiation amounts to an important economic volume. Due to the dependence of some assets on others and the lack of transparency in the process that determines the value of some of them, this link may result in fragility and vulnerability of the financial markets involved. Such circumstances generate situations of crisis the consequences of which, on occasions, go beyond the perimeters of the two sectors, affecting real economy or to a country's risk through its systemic institutions, with moral hazard as a reference.

The research focuses on how and why both sectors are anchored, the motives behind the increase of such links and the consequences that arise from all this. In this regard, the possible causality relationship of the link between both sectors and the availability of information in their operations or the increased risk they entail is also studied.

The management of both sectors, and the participation in their markets depend on the decisions made by their operators. This highlights the role of regulation and means of supervision, as well as the necessary professional skills and ethical quality in the decisions made and actions undertaken by the people involved in the financial and real estate markets. With regard to this, the thesis considers that legislation may change and financial innovation will continue to affect the markets, but ethics remain the same.

Crises form part of the very nature of economic cycles and their recurrence is regarded as inevitable, with increased values of assets, disproportionate leverage and excessive accumulation of risk, through financial assets linked to real estate property or other types of assets. Knowledge of foregoing situations provides experience and criteria so that we may avoid making the same mistakes as before, consequently the thesis intends to provide sufficient documentation in the different interrelated sections. Nevertheless, knowledge of the past will not enable us to infer the future.

Key words: Real estate sector, Financial sector, Securitization, Links between sectors, Real estate cycle, Risks, Asymmetrical information, Moral hazard, Value of assets, Regulation, Ethics.

Índice

1. Introducción.....	1
2. Definición del tema objeto de investigación.....	9
2.1 Introducción y alcance de la investigación	11
2.2 Objetivos de la investigación	12
2.3 Resultados esperados	15
3. Sectores vinculados	17
3.1 Qué son sectores vinculados	19
3.1.1 Introducción a la idea de vinculación.....	19
3.1.2 La vinculación no es un concepto abstracto.....	20
3.1.3 Contradicciones de la vinculación	21
3.2 Introducción al sector financiero y al sector inmobiliario.....	22
3.2.1 Presentación de los sectores financiero e inmobiliario	22
3.2.2 Relaciones entre ambos sectores.....	24
3.3 Vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario	26
3.3.1 Causas y eslabones de la vinculación.....	26
3.3.2 Cadenas de vinculación.....	28
3.3.3 Alcance de la vinculación	31
3.3.4 Dos sectores operando como uno solo	33
3.3.5 Auges dobles.....	33
3.4 Vinculación excesiva	34
4. Marco teórico y de referencia.....	37
4.1 El mercado eficiente	39
4.1.1 La hipótesis del mercado eficiente.....	39
4.1.2 Ideas a favor y en contra de la eficiencia de los mercados.....	40
4.1.3 Las tres formas de eficiencia.....	41
4.1.4 Las lecciones de los mercados eficientes	41
4.1.5 Louis Bachelier.....	42
4.2 Fallos de mercado	43
4.2.1 Introducción	43
4.2.2 El concepto de fallos de mercado.....	44
4.2.3 Tipos de fallos de mercado	44
4.2.4 Asimetría de la información.....	45
4.2.5 Selección adversa.....	47
4.2.6 Riesgo moral	48
4.2.7 Teoría de agencia	49
4.2.8 Signaling y screening.....	50
4.2.9 Costes de información y costes de transacción	50
4.3 El sector inmobiliario.....	51
4.3.1 Introducción	51
4.3.2 Descripción del sector inmobiliario	51
4.3.3 Características del sector inmobiliario y de sus activos.....	52

4.3.4	Heterogeneidad	58
4.3.5	Competencia monopolística	60
4.3.6	Comportamiento cíclico	60
4.3.7	Oferta y demanda de inmuebles	68
4.3.8	Vulnerabilidad	73
4.3.9	Sector inmobiliario y macroeconomía	74
4.3.10	Sector inmobiliario y estabilidad económica	77
4.4.	El sector financiero	79
4.4.1	Introducción	79
4.4.2	Recursos propios	79
4.4.3	Recursos ajenos	80
4.4.3.1	Mercado de capitales	82
4.4.3.2	Financiación bancaria	83
4.4.4	Estructura del sistema financiero español	83
4.4.5	Origen de recursos de entidades crediticias	83
4.4.6	Aplicación de los recursos, rentabilidad y riesgo	86
4.4.7	Financiación mayorista	87
4.4.8	Provisiones	89
4.4.9	Participaciones societarias en el sector inmobiliario	91
4.5	La financiación hipotecaria	96
4.5.1	Introducción a la financiación hipotecaria	96
4.5.2	Definición de hipoteca según el Banco de España	97
4.5.3	Crecimiento de la financiación hipotecaria	99
4.5.4	Crédito promotor y subrogación	100
4.5.5	Valor de la financiación	104
4.5.6	Proceso de originación de un préstamo o crédito hipotecario	105
4.6	Titulización	107
4.6.1	Introducción al proceso de titulización de activos hipotecarios	107
4.6.2	Concepto de titulización	114
4.6.3	Objetivos de la titulización de activos	116
4.6.4	Participantes en el proceso de la titulización	117
4.6.5	Tipología internacional de titulizaciones según activo	117
4.6.6	Modelo de titulización en España y su legislación	119
4.6.7	Clases de activos titulizados	122
4.6.8	Descripción de los títulos emitidos en España	124
4.6.9	Importancia de la titulización en España	130
4.6.10	Titulización y coeficiente de solvencia	134
4.6.11	Riesgos asociados a la titulización	135
4.7	Cesión de créditos	136
4.7.1	Introducción	136
4.7.2	Cesión de crédito en España	137
4.7.3	Cesión de crédito y titulización	138
4.7.4	Motivos para transmitir créditos	139
4.7.5	La morosidad	141
4.7.6	Provisiones	142
4.7.7	Posición del deudor en la cesión de créditos	146
4.7.8	Dación en pago y ejecución hipotecaria	147
4.7.9	Venta de carteras	148
4.8	Valoración de inmuebles	150
4.8.1	Introducción	150

4.8.2	El concepto de valoración	151
4.8.3	Valoración de inmuebles en España	152
4.8.4	Valoraciones según Norma ECO 805/2003 y según RICS	153
4.8.5	Métodos de valoración según Norma ECO 805/2003	155
4.8.6	Ratio valor alquiler respecto valor inmueble	157
4.8.7	Valor razonable y valor histórico	163
4.8.8	Valoración de empresas inmobiliarias	164
4.9	Riesgo e incertidumbre	166
4.9.1	El concepto de riesgo y de incertidumbre	166
4.9.2	Riesgo y gestión económica	167
4.9.3	Actitudes y/o conductas frente al riesgo	168
4.9.4	Adoptar una decisión ante el riesgo significa que éste se conoce	169
4.9.5	Riesgo y rentabilidad	170
4.9.6	Convertir incertidumbre en riesgo	171
4.9.7	Fuentes de riesgos	172
4.9.8	Tipos de riesgos	175
4.9.9	La asunción de riesgos	178
4.9.10	El seguro como cobertura de riesgos	178
4.9.11	Las garantías	179
4.10	La toma de decisiones	179
4.10.1	Introducción	179
4.10.2	El proceso de decidir	180
4.10.3	La persona como decisor	181
4.10.4	Capacitación profesional y compromiso ético	182
4.10.5	La acción	183
4.10.6	La capacitación en la acción humana	183
4.10.7	La ética en la acción humana	184
4.10.8	Los conflictos de interés	188
4.10.9	Las personas como auténticas beneficiarias	189
4.10.10	Decisiones automatizadas	190
5.	Hipótesis de trabajo	195
5.1	Introducción	197
5.2	Presentación de las hipótesis de la tesis	200
5.3	Hipótesis H1: Acerca del valor de los activos como principal causa de la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario	205
5.4	Hipótesis H2: Acerca de la mayor asimetría de la información que genera la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario	206
5.5	Hipótesis H3: Acerca del incremento de riesgo que provoca la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, hasta el punto de poder transformar el riesgo en incertidumbre	207
5.6	Resumen de las hipótesis	209
6.	Contraste de las hipótesis	211
6.1	Contraste de la hipótesis H1	213
6.1.1	Introducción	213
6.1.2	Valor financiero respecto a valor del inmueble	215
6.1.3	Valor fijo dinerario respecto a valor variable inmobiliario	217
6.1.4	Variación del valor de la garantía y del coste de la financiación	218

6.1.5	El valor en las titulaciones	223
6.1.6	¿Por qué el valor es lo que dificulta la desvinculación?.....	226
6.1.6.1	La inversión	227
6.1.6.2	La financiación	228
6.1.6.3	La complejidad	230
6.1.7	La cobertura de riesgos como activo negociable	232
6.1.8	Resumen y conclusiones	233
6.1.9	Contraste de la hipótesis H1.....	235
6.2	Contraste de la hipótesis H2.....	237
6.2.1	Introducción	237
6.2.2	La inversión	238
6.2.3	El crédito hipotecario.....	243
6.2.4	La titulación de activos	244
6.2.5	El modelo de originar para distribuir	245
6.2.6	La titulación de activos en España	248
6.2.7	Información y cambios en el marco regulatorio.....	252
6.2.8	Venta de créditos dudosos.....	262
6.2.9	Contraste de la hipótesis H2.....	262
6.3	Contraste de la hipótesis H3.....	264
6.3.1	Introducción	264
6.3.2	Riesgo e incertidumbre	267
6.3.2.1	Valorar riesgos y valorar activos	268
6.3.2.2	Riesgo de inversión y confianza	268
6.3.2.3	Riesgo de crédito y confianza	269
6.3.2.4	Riesgo de titulación y confianza	270
6.3.3	Actitudes frente al riesgo	275
6.3.3.1	Decisiones frente al riesgo	277
6.3.3.2	Transferencia de riesgos	278
6.3.3.3	Ignorancia frente a riesgos excesivos.....	279
6.3.3.4	Cobertura para el riesgo o desaparición de un riesgo advertido.....	284
6.3.4	Instrumentos de cobertura	285
6.3.4.1	Cobertura con garantía hipotecaria	286
6.3.4.2	Cobertura con provisiones	287
6.3.4.3	Cobertura con titulación y con CDS	287
6.3.5	Descripción de los CDS y los CDO	288
6.3.5.1	Descripción de los CDS.....	288
6.3.5.2	Descripción de los CDO	292
6.3.5.3	La protección de los CDS	297
6.3.5.4	Elementos y valoración de los CDS.....	298
6.3.5.5	Ejemplo de funcionamiento de un CDS.....	299
6.3.5.6	El asegurador de los CDS	300
6.3.6	Apalancamiento	302
6.3.7	Riesgo sistémico y riesgo moral	305
6.3.8	Aplicación de coberturas.....	309
6.3.9	Los incentivos perversos o virtuosos	310
6.3.10	Conversión de riesgo en incertidumbre.....	311
6.3.11	Conclusiones a modo recapitulatorio	314
6.3.12	Contraste de la hipótesis H3.....	315
6.4	Resumen del contraste de las hipótesis	318
6.5	Disertaciones de tres financieros en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.....	321
6.5.1	Introducción	321

6.5.2	El valor del conocimiento y la experiencia	322
6.5.3	Presentación de los textos de los tres académicos.....	323
6.5.4	El valor de los activos y el riesgo	325
6.5.5	Las personas y el valor de la información.....	334
6.5.6	Biografía de los tres académicos de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas...340	
7.	Discusión y conclusiones	343
7.1	Introducción	345
7.2	Decisiones rigurosas, viables y éticas	348
7.3	La complejidad de la vinculación entre activos financieros e inmobiliarios.....	349
7.4	Lecciones aprendidas	351
7.5	Recomendaciones de la Reserva Federal en 1863.....	353
7.6	Resumen de conclusiones	356
7.6.1	La importancia del riesgo.....	357
7.6.2	La transparencia	359
7.6.3	La regulación	360
7.6.4	La ética.....	362
7.6.5	La gestión.....	362
7.6.6	Los procesos	363
7.6.7	Prevención y mayor compromiso con el bien común	364
7.6.8	Legitimidad para regular.....	365
7.7	A modo de conclusión final	365
8.	Líneas futuras de investigación.....	367
9.	Referencias bibliográficas.....	371

Listado de figuras

Figura 3.1	Resumen de las funciones del sistema financiero.....	23
Figura 3.2	Ejemplo de cadena de intermediación corta.....	29
Figura 3.3	Ejemplo de cadena de intermediación larga.....	30
Figura 3.4	Cadena corta de intermediación como circuito de liquidez.....	31
Figura 3.5	Cadena larga de intermediación como circuito de liquidez.....	31
Figura 4.1	Evolución del stock acumulado de vivienda nueva en España (2004-2012).....	54
Figura 4.2	El proceso productivo de la industria inmobiliaria.....	55
Figura 4.3	Detalle de costes porcentuales de la construcción.....	57
Figura 4.4	Gráfica del precio medio del m ² de suelo urbano en España.....	57
Figura 4.5	Distribución del valor total de los activos inmobiliarios.....	58
Figura 4.6	Fases de expansión y contracción de un ciclo económico.....	61
Figura 4.7	Fases del ciclo inmobiliario.....	62
Figura 4.8	Ciclos inmobiliarios en España.....	63
Figura 4.9	Gráfica del precio medio del m ² de vivienda libre en España.....	65
Figura 4.10	Gráfica de tasas interanuales del precio medio del m ² de vivienda en España.....	65
Figura 4.11	Gráfica de variaciones interanuales de precios de la vivienda en España.....	66
Figura 4.12	Variación interanual de precios de la vivienda descontado IPC en España.....	66
Figura 4.13	Evolución de precios medios y variaciones interanuales en España.....	67
Figura 4.14	Índices de precios reales en diferentes países.....	67
Figura 4.15	Relación entre viviendas iniciadas y empleo en España.....	68
Figura 4.16	Consumo de cemento en España.....	69
Figura 4.17	Evolución del stock de viviendas en España.....	69
Figura 4.18	Gráfica del número de transacciones de suelo en España.....	70
Figura 4.19	Factores demográficos en el mercado inmobiliario.....	71
Figura 4.20	Medidas de accesibilidad a la vivienda.....	71
Figura 4.21	Tipos de interés nominal de las hipotecas.....	72
Figura 4.22	Tipos de interés y ratio de dudosos en créditos para adquisición de vivienda.....	73
Figura 4.23	Riqueza de los hogares en España.....	75
Figura 4.24	Pérdida de empleo en los sectores de fabricación y de la construcción.....	76
Figura 4.25	Volatilidad en el empleo en los sectores de fabricación y de la construcción.....	76

Figura 4.26	Precios de la vivienda y ratio respecto a precio de alquiler	77
Figura 4.27	Tasas de propiedad y de ocupación de viviendas en diferentes países	78
Figura 4.28	Cotizaciones bursátiles de empresas inmobiliarias y de la construcción	78
Figura 4.29	Composición de los recursos propios de las entidades de crédito	80
Figura 4.30	Número de operaciones en el mercado de renta fija AIAF durante 2006	82
Figura 4.31	Financiación mayorista computable de los Grupos Bancarios en España	89
Figura 4.32	Ciclos inmobiliarios en España	94
Figura 4.33	Tipos de interés interbancarios reales en España y EE.UU.	100
Figura 4.34	Financiación hipotecaria a comprador de vivienda a través de crédito promotor	101
Figura 4.35	Máxima financiación respecto al valor de la garantía en diferentes países de Europa	105
Figura 4.36	Tasas de variación interanuales del crédito inmobiliario	106
Figura 4.37	Tasa de variación interanual de la financiación especial a VPO	106
Figura 4.38	Evolución de diferentes tipos de interés de referencia oficiales	107
Figura 4.39	Cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios	108
Figura 4.40	Emisiones globales de titulización (1990-2011).....	109
Figura 4.41	Cadena de financiación basada en la originación de préstamos y créditos	110
Figura 4.42	Cadena de financiación en la que los préstamos y créditos originales han sido titulizados, manteniéndose los activos crediticios en la entidad financiera.....	110
Figura 4.43	Cadena de financiación en la que los préstamos y créditos originales han sido titulizados, habiéndose transmitido los activos crediticios a los nuevos tenedores de los títulos.....	111
Figura 4.44	Emisiones de bonos de titulización en España (1993-2011).....	112
Figura 4.45	Volumen total acumulado anual de bonos de titulización hipotecaria (1993-2011) emitidos.....	112
Figura 4.46	Tramos de estructuración de títulos.....	119
Figura 4.47	Evolución y tipo de emisión de titulizaciones en España	121
Figura 4.48	Esquema de titulizaciones tradicionales.....	123
Figura 4.49	Esquema de titulizaciones sintéticas.....	123
Figura 4.50	La titulización: esquema de tesorería básico	128
Figura 4.51	Estadística de títulos hipotecarios a junio del 2015	130
Figura 4.52	Evolución anual de emisiones (2015, 1T y 2T).....	130
Figura 4.53	Composición de la financiación del crédito hipotecario.....	131
Figura 4.54	Porcentaje por tipo de activos subyacentes del saldo vivo de titulizaciones a junio del 2015	134
Figura 4.55	Distribución de los adjudicados brutos según procedencia	145

Figura 4.56	Distribución de los adjudicados brutos de las actividades inmobiliarias según tipo de activo	146
Figura 4.57	Principales ventas de créditos de 2014 y 2015/1T	150
Figura 4.58	Cuadro de indicadores del mercado de la vivienda	159
Figura 4.59	Ratio alquiler respecto a valor inmueble	159
Figura 4.60	Rentabilidad anual de viviendas y otros activos	160
Figura 4.61	Indicadores de accesibilidad a la vivienda	160
Figura 4.62	Evolución del precio medio de la vivienda	161
Figura 4.63	Precio y número de viviendas iniciadas	161
Figura 4.64	Factores macroeconómicos de renta y empleo	162
Figura 4.65	Evolución demografía en España	162
Figura 4.66	Evolución tipo de interés hipotecario	163
Figura 4.67	Rentabilidad por alquiler y ratio precio/renta	163
Figura 4.68	Determinación del valor de una inmobiliaria	165
Figura 4.69	Relación entre riesgo y rendimiento	168
Figura 4.70	Fuentes potenciales generales de riesgo en la realización de un proyecto	173
Figura 4.71	Clasificación en siete categorías de riesgo	173
Figura 4.72	Riesgos económicos y financieros	174
Figura 4.73	Factores, subfactores y probabilidades de niveles de riesgo	174
Figura 4.74	Matriz con las probabilidades de los niveles de riesgo	175
Figura 4.75	Ejemplo de titulización de bonos emitidos por un club de fútbol	176
Figura 4.76	Tipos de riesgos e interconexión entre ellos	177
Figura 4.77	Número de órdenes y operaciones de la negociación de alta frecuencia	193
Figura 4.78	Dimensión de los mayores bancos antes y después de la crisis bancaria	194
Figura 5.1	Configuración de una posible cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios	201
Figura 5.2	Instrumentos financieros estructurados con varios tramos	202
Figura 5.3	Esquema de riesgo de crédito y de liquidez en operaciones dentro de la cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios	204
Figura 6.1	Tipos de interés reales, en España y en EEUU	216
Figura 6.2	<i>Loan to value</i> de préstamos y créditos titulizados (1993 -2012)	220
Figura 6.3	Precio medio del m ² de vivienda en España según tres índices	221
Figura 6.4	Ciclos inmobiliarios en España (1970 - 2007)	222
Figura 6.5	Cotización bursátil de los sectores inmobiliario y de la construcción	222

Figura 6.6	Clasificación de activos titulizados	225
Figura 6.7	Antigüedad de los activos hipotecarios titulizados (1993 – 2011).....	225
Figura 6.8	Tipo medio de préstamos y créditos titulizados (1993 – 2011)	226
Figura 6.9	Calendario de vencimientos de bonos de titulación hipotecaria españoles.....	226
Figura 6.10	Fundamentación del valor de los activos de una OPV	240
Figura 6.11	Argumentación acerca de precios de la vivienda en una OPV	242
Figura 6.12	Participantes y fricciones clave en la titulación del crédito hipotecario <i>subprime</i>	248
Figura 6.13	Esquema de los modelos originar para distribuir y originar para mantener.....	250
Figura 6.14	Esquemas de cadenas de vinculación, corta y larga	267
Figura 6.15	Tramos de un instrumento financiero estructurado	271
Figura 6.16	Pagos en cascada de los tramos de un instrumento financiero estructurado	271
Figura 6.17	Ejemplo de estructura de retribución a tramos de un título estructurado.....	272
Figura 6.18	Reestructuración en nuevos tramos de un tramo “ <i>mezzanine</i> ”	272
Figura 6.19	El modelo de Minsky según Kindleberger	276
Figura 6.20	Carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) al ministro de Economía y Hacienda el 22 de abril de 2005	281
Figura 6.21	Carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) a la directora del Gabinete del ministro de Economía y Hacienda el 26 de mayo de 2006	282
Figura 6.22	Extracto del Anexo a la carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) a la directora del Gabinete del ministro de Economía y Hacienda el 26 de mayo de 2006 (1).....	283
Figura 6.23	Extracto del Anexo a la carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) a la directora del Gabinete del ministro de Economía y Hacienda el 26 de mayo de 2006 (2).....	283
Figura 6.24	Evolución del saldo vivo total de derivados de crédito	291
Figura 6.25	Evolución del tamaño del mercado mundial de derivados de crédito.....	292
Figura 6.26	Tramos de un CDO	293
Figura 6.27	Esquema del proceso de titulación de hipotecas residenciales	294
Figura 6.28	Tramos de la estructuración de un Bono	294
Figura 6.29	Esquema de financiación estructurada.....	295
Figura 6.30	Esquema recapitulatorio de instrumentos de financiación estructurada	295
Figura 6.31	Volumen de titulación mundial	296
Figura 6.32	Titulación mundial por activos	296
Figura 6.33	Flujos de caja de un CDS	297

Figura 6.34	Estructura del funcionamiento de un CDS	298
Figura 6.35	Descripción del funcionamiento de un CDS	301
Figura 6.36	Índice VIX correspondiente al periodo de 1990 a 2014	304
Figura 6.37	Índice VIX correspondiente a los años 2007 y 2008	305
Figura 6.38	Canales de contagio de la financiación estructurada	315
Figura 6.39	Gráfico representativo del índice Dow Jones el año del “ <i>black monday</i> ”	324
Figura 6.40	Impacto de recientes crisis de mercados en las inversiones financieras	334
Figura 7.1	Nota de prensa publicada por la entidad BNP Paribas en agosto de 2007	350
Figura 7.2	Estructuración financiera y muñecas rusas	360

Listado de tablas

Tabla 4.1	Stock de viviendas nuevas sin vender por comunidad autónoma en 2012	54
Tabla 4.2	Relación entre la evolución de los precios y de la actividad constructora	56
Tabla 4.3	Incremento de precios en los ciclos de España	64
Tabla 4.4	Comparativa de dos etapas expansivas de la actividad inmobiliaria	64
Tabla 4.5	Valor medio del suelo en los años 2004 a 2015	70
Tabla 4.6	Balance de Estados Financieros Consolidados de los Grupos Bancarios en España	84
Tabla 4.7	Resumen de origen y aplicación de recursos de los Grupos Bancarios en España	85
Tabla 4.8	Participaciones empresariales de los grandes bancos en España (1995-1998)	93
Tabla 4.9	Participaciones empresariales de las cajas en España (1995-1998)	93
Tabla 4.10	Crédito a las actividades inmobiliarias y a la construcción	103
Tabla 4.11	Detalle del crédito según actividad principal	103
Tabla 4.12	Detalle del crédito dudoso según actividad principal	104
Tabla 4.13	Saldo vivo de los activos hipotecarios titulizados a través de participaciones hipotecarias y de certificados de transmisión hipotecaria	128
Tabla 4.14	Saldo vivo de los activos hipotecarios titulizados	129
Tabla 4.15	Títulos emitidos y año de emisión a junio del 2015	131
Tabla 4.16	Saldo vivo de los títulos hipotecarios a junio del 2015	132
Tabla 4.17	Saldo vivo de cédulas hipotecarias y de titulizaciones con cobertura hipotecaria a junio del 2015	132
Tabla 4.18	Activos subyacentes del saldo vivo de titulización a junio del 2015	133
Tabla 4.19	Distribución de los activos subyacentes en las emisiones de titulizaciones a junio del 2015	133
Tabla 4.20	Balance consolidado de instituciones crediticias a diciembre del 2014	140
Tabla 4.21	Valor medio del suelo del 2004 al 2015	146
Tabla 4.22	Comparación de opciones en una venta de activos provisionados	149
Tabla 4.23	Estadística de indicadores del mercado de la vivienda	158
Tabla 4.24	Cuota de mercado de la “ <i>High Frequency Trading</i> ”	191
Tabla 6.1	Serie histórica de créditos dudosos en España	228
Tabla 6.2	Emisión de títulos hipotecarios según año de emisión (2002 – 2015/2T)	251
Tabla 6.3	CDS de deuda soberana y de grandes compañías españolas el día 31/01/2014	290
Tabla 6.4	Matriz de riesgos de una entidad hipotética	306

Capítulo 1

Introducción

1. Introducción

La redacción de esta tesis ha coincidido en el tiempo con una época convulsa, de crisis inmobiliarias, bancarias, financieras y, en algunos aspectos, de valores, en la que se ha comprobado que lo imprevisible puede convertirse en real y que dentro de lo posible se encuentra, también, aquello que se considera muy improbable.

Interesa en este trabajo determinar el efecto que tiene la excesiva vinculación entre el sector INMOBILIARIO y el sector FINANCIERO, explorando los elementos que causan esa rigidez entre ambos, y las consecuencias que ello conlleva. Asimismo, dentro de ese marco de investigación, nos proponemos conocer el alcance de los riesgos derivados del contrato implícito entre los citados sectores (entre sus activos y sus operaciones) que vincula a las dos partes, y las posibilidades de revertir ese compromiso.

Se pretende describir la naturaleza de los eslabones de la interdependencia entre ambos sectores, y los efectos multiplicadores que sucesos de un sector pueden generar en el funcionamiento del otro. Se trata, pues, de conocer, y analizar, las interdependencias del **sector financiero**, compuesto por entidades de crédito y por los llamados “mercados”, y **el sector inmobiliario**, muy relacionado con el de la construcción.

Esta investigación no pretende, en modo alguno, señalar actitudes o consecuencias injustas, derivadas de una mala gestión, sea ésta por incompetencia, por negligencia o guiada por inadecuados comportamientos éticos. Tampoco intenta identificar casos de una posible falta de supervisión de aquéllos.

La redacción de la tesis se centra en la objetividad investigadora, evitando lo puramente coyuntural. Ello no impide, sin embargo, dejar aquí constancia de la gravedad social y económica de las consecuencias de numerosos sucesos relacionados con el objeto de estudio, y de la influencia que ha tenido la solvencia profesional y ética de algunos agentes que han intervenido en ellos.

La tesis procura desarrollar, en pos de una más objetiva investigación, una visión atemporal, neutral, y académica, de sucesos contemporáneos que responden a situaciones analizables con criterios comprometidos con la investigación.

Además de los objetivos que propiamente se propone desarrollar esta tesis, se pretende también efectuar una aportación documentada, que dé continuidad a estudios que la preceden, al mejor conocimiento de dos sectores, con tanta importancia en nuestra sociedad.

Invertir es siempre una operación de altísimo riesgo, pues supone tomar compromisos en tiempo presente para ser confirmados en tiempo futuro. Y el futuro es siempre incierto, a pesar de lo cierto que es todo compromiso firmado y garantizado en el momento de iniciar un proyecto.

1. Introducción

El 9 de agosto de 2007, la entidad financiera BNP Paribas suspendió tres de sus fondos de inversión integrados por hipotecas de baja calidad crediticia por la imposibilidad de valorarlos, y probablemente ese hecho marca la fecha de inicio no solamente de una prolongada crisis, sino también de un cambio en la percepción de algunos procesos, y la constatación de la inimaginada capacidad de transmisión de todo tipo de efectos a través de la globalización de mercados.

Probablemente, la sensatez o la prudencia han faltado en muchas operaciones, a las que se incorporaban complejos cálculos matemáticos que pretendían anticiparse a un futuro incierto y nunca fácil de anticipar.

Se desea con esta tesis, a través de quien pueda interesarse en su contenido, contribuir a una mejor comprensión de operaciones aparentemente complejas, con una gran opacidad en sus procesos que, tal vez por oposición, se intentará simplificar al máximo y reducirlos a cuestiones de fácil comprensión.

Además de su incorporación al ámbito académico, la tesis se propone organizar y aportar conocimiento, existente pero disperso en algunos casos o no interconectado en otros, que permita ofrecer más criterios de análisis y una mejor lectura de la realidad en el aspecto que se trata aquí.

No es optimista la tesis en cuanto a la posibilidad de anticipar y regular aquellos aspectos de la vinculación entre sectores, concentración de riesgos, falta de transparencia o suficiente conocimiento de los procesos que la definen, dado que ha sido una constante en todas las situaciones similares de la historia. Pero sí entiende que es posible reclamar una mayor cualificación por parte de quienes toman decisiones, y una mayor calidad ética en su actuación.

El autor espera que el presente trabajo pueda ser de utilidad a futuros investigadores, para su consulta, para su mejora o para su contraste y corrección. Asimismo, en la medida de lo posible, se desea que algunas áreas de la tesis puedan influir en los criterios de decisión de las personas que, en nombre propio o de quienes representan, pueden contribuir a preservar el bien común.

Se han dedicado muchos recursos a reequilibrar los efectos de los posibles excesos en que han incurrido los sectores financiero e inmobiliario, por lo que cualquier inversión de tiempo y esfuerzo en analizar lo sucedido debería contribuir, aunque sea poco, a poder anticipar y prevenir nuevos sucesos similares. Es cierto que muchos componentes de los desequilibrios en los mercados son recurrentes en el tiempo, pero cabe mencionar dos elementos de gran trascendencia, no presentes en todas las anteriores situaciones de crisis, que serán abordados en diferentes apartados de la tesis:

- La facilidad de transmisión de productos y riesgos, dada la globalización de algunos mercados.
- El proceso de titulización, que permite convertir activos poco líquidos en instrumentos financieros líquidos y negociables.

Cada zona ha tenido su propia problemática, en ocasiones diferenciada por la regulación propia (por ejemplo las hipotecas de baja calidad crediticia en EEUU, de gran impacto en los mercados financieros internacionales). En España, se ha conocido una extraordinaria expansión de la actividad inmobiliaria en un periodo que puede datarse desde el año 1997 hasta el 2007, en paralelo a la del crédito hipotecario, lo que ha supuesto un gran endeudamiento de familias y empresas, así como un importante volumen de inversión pública.

1. Introducción

Se trata de un tema, el que orienta la investigación de esta tesis, en el que no es posible recurrir a evidencias empíricas, derivadas de un posible estudio de campo, pues gran parte de lo que aquí se describirá y analizará está basado en la gestión de planes y proyectos, a diferentes escalas y de diferentes agentes, con las correspondientes decisiones y acciones ligadas a un escenario futuro y, por tanto, incierto. Ello condiciona la metodología seguida, que se basa en disponer de criterio y aplicarlo en el contraste de las hipótesis.

Objetivos de la tesis

El objetivo principal de la tesis es el estudio de la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario y, muy especialmente, lo que puede entenderse por excesiva vinculación. Tal estudio, atendiendo a las diferencias regulatorias y económicas de cada país, se centra en España, aunque se aportarán referencias de otros países.

Aunque no puede considerarse un objetivo de la investigación, esta tesis asume como premisa, su máxima legibilidad, por lo que va a ser primada toda opción que aporte sencillez a la misma, tanto en la redacción como en el recurso a ejemplos que mejor ilustren algunos temas que, inicialmente, son de cierta complejidad para quienes no son expertos en ellos. En este sentido, la tesis no pretende dirigirse a especialistas en las disciplinas que se abordan sino, al contrario, abarcar la más amplia lectura, en tanto que pretende que lo que se expone, o la información incorporada, pueda estar a disposición de quien desee aproximarse al conocimiento de las relaciones entre los sectores financiero e inmobiliario, y sus efectos. Debe recordarse que quienes toman las principales decisiones, no siempre son expertos en aquello que evalúan o juzgan y, aun siéndolo, la complejidad de algunos procesos, como los que aquí se exponen, impide disponer de una suficiente visión de conjunto debido al poco tiempo con que, en ocasiones, han de tomarse decisiones.

Es pues prioridad en este estudio, aportar información que pueda ser utilizada, corregida, o mejorada, por quien pueda hallar en ella una vía de comprensión de procesos de complejo acceso, y especialmente para futuras investigaciones que profundicen en todo o en parte de este contenido.

Se ha procurado tratar conceptos y procesos de difícil comprensión, ilustrándolos con ejemplos o casos contextualizadores, dada la complejidad de algunas operaciones, la no siempre suficiente capacidad profesional de quienes las llevan a cabo y, tema de gran importancia en el trabajo, la diferente calidad ética de muchas personas implicadas en ellas.

Se aludirá, repetidamente a la que denominamos “solvencia profesional y ética” de los agentes que forman parte de las operaciones que vinculan los sectores financiero e inmobiliario, y a las consecuencias que de ellas puedan derivarse.

Como se ha apuntado al inicio de esta Introducción, este trabajo de investigación versa sobre la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, en el ámbito jurídico y económico de España, y especialmente en aquel grado que puede considerarse excesivo. Ello se concreta en el estudio de las causas que la provocan, la manera como se incrementa y las consecuencias que ello puede suponer. En definitiva, cómo y por qué se anclan ambos sectores, como fundamento que debe permitirnos conocer las consecuencias que de ello pueden derivarse.

1. Introducción

Para poder dotar de conocimiento y criterios al mencionado estudio, se aporta un marco referencial, no solamente procedente de literatura científica, sino de diversas fuentes, entre ellas la que remite a la legislación, en tanto que forman parte del contexto en el que se desarrolla el objeto principal de este estudio. Se trata, a través del marco referencial que se incluye en la tesis, de conocer lo que podemos denominar “lo posible”.

A lo largo de la tesis, el criterio principal, que resume los diferentes estudios y métodos de análisis que se adoptan, es el bien común y las personas, como verdaderas beneficiarias del mismo.

El objeto de la investigación puede enmarcarse en situaciones socioeconómicas cercanas en el tiempo o incluso contemporáneas a la redacción de la tesis. Sin embargo el estudio quiere alejarse de la coyuntura, puesto que su esencia es común a diferentes épocas, circunstancias y lugares. Es una prioridad desacoplar información o ejemplos de sus evidencias cercanas, pues se pretende objetivar las conclusiones y entender que gran parte de sus causas no son directamente consecuencia de una situación concreta sino que forman parte de una manera de actuar, con gran capacidad de adaptación a diferentes coyunturas e incentivada por la capacidad de detectar oportunidades, y de la gran potencia de las innovaciones, especialmente financieras.

Abundando en lo expuesto, en la tesis se revisan diferentes temas, aparentemente no relacionados entre sí, con la pretensión de poner de manifiesto lo realmente imbricados que están. En este sentido, será necesario acudir a la legislación para conocer la regulación que ha guiado la actuación en España, aunque la globalización de mercados ha permitido el contagio de productos financieros en ámbitos donde no era posible promoverlos.

A lo largo de esta tesis, se analizan los sectores financiero e inmobiliario, en el marco económico y geográfico de España, con la máxima objetividad posible.

Capítulos de la tesis

Enunciado el objetivo principal de la investigación, a continuación se describe la estructura de este trabajo y los contenidos de sus diferentes capítulos.

Se ha dividido la tesis en cinco grandes bloques, establecidos como capítulos, que permiten desarrollar los objetivos de la misma.

Los bloques, pueden considerarse estructurados en una primera parte que desarrolla esta Introducción y los Objetivos de la tesis. A este bloque, le sigue una descripción de lo que entendemos por **vinculación entre los sectores**, el Marco teórico y de referencia que da soporte al desarrollo de la investigación, la Formulación de las hipótesis de la tesis, el Contraste de las hipótesis y, finalmente, un compendio de Conclusiones derivadas de la investigación y del contraste de sus hipótesis.

Una vez presentada la estructura general de la tesis, se detallan a continuación los capítulos que la componen y sus contenidos.

1. Introducción

En el **Capítulo 2. Definición del tema objeto de investigación**, se expone el alcance de la investigación y se presentan sus objetivos, así como los resultados que se espera alcanzar con esta investigación.

En el **Capítulo 3. Vinculación entre dos sectores**, se describe lo que aquí entenderemos por vinculación entre sectores, y la que puede considerarse como excesiva. Se introduce tal concepto en los sectores financiero e inmobiliario, aunque éstos serán descritos con más detalle en el siguiente capítulo.

En el **Capítulo 4. Marco teórico y de referencia**, se recopila toda la información que se ha considerado relevante, expuesta con términos lo más entendibles y fácilmente legibles posible, que va a constituir el fundamento en el que basar el conocimiento del ámbito en que se inscribe la investigación, así como la fuente que debe ilustrar los criterios con los que van a ser contrastadas las hipótesis. La organización del capítulo, se ha estructurado delimitando los ámbitos de conocimiento que deben ser abordados antes de proceder a formular las hipótesis. Así, se tratan aspectos de los mercados, tanto financieros como inmobiliarios, con las características de sus respectivos sectores y de sus participantes. Asimismo, se desarrolla un apartado dedicado a los “fallos de mercado”, entre los que esta tesis destaca la asimetría de información como la más relevante afectación de muchas operaciones con activos financieros e inmobiliarios. Finalmente, se aborda el proceso de la toma de decisiones, ya que esta tesis considera a las personas como el centro de toda acción, desde la toma de decisiones, hasta su ejecución, siendo en todo momento, individualmente o socialmente, sujetos responsables y últimas beneficiarias de sus propias decisiones.

Este capítulo, no solamente pretende aportar conocimiento y base de comprensión, a conceptos y procesos de cierta complejidad, sino también delimitar las áreas que deben formar parte de la investigación, sea como objetivo en sí mismo, o como parte fundamental del contraste de las hipótesis.

En el **Capítulo 5. Hipótesis de investigación**, se formulan las tres hipótesis de la tesis, que posteriormente serán contrastadas. Las hipótesis, congruentes con el objetivo principal de la tesis y con los que lo complementan, se plantean conocer las causas y los efectos de la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, los criterios que permitan conocer el funcionamiento de los mercados, y la actuación de los agentes que intervienen en ellos, tomando muy en consideración el riesgo connatural a toda actividad de inversión y de financiación.

En concreto la tesis presenta tres hipótesis, de las que la primera y la tercera se subdividen en dos subhipótesis para mejor incidir en su estudio.

En el **Capítulo 6. Contraste de las hipótesis**, se desarrollan los conocimientos expuestos en el Marco teórico y de referencia de la tesis y se contrastan las hipótesis con los criterios derivados del estudio previo. Para ello se aportan ejemplos que permiten ilustrar la discusión. Las hipótesis podrán ser consideradas confirmadas, parcialmente confirmadas, o no confirmadas si es el caso, atendiendo a lo que de su contraste resulte.

En este capítulo complementando lo expuesto en la discusión surgida del contraste de las hipótesis, se añade un apartado que presenta un compendio de opiniones de tres ilustres profesionales españoles, que han compaginado su dedicación al sector financiero con una prestigiada vida académica, a través de textos que, a pesar de ser lejanos en el tiempo, son de

1. Introducción

plena actualidad, y que han sido pronunciados en sendas sesiones de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

El **Capítulo 7. Discusión y conclusiones**, desarrolla las conclusiones que pueden extraerse del trabajo de análisis y contraste de las tres hipótesis que se proponen en esta tesis, a partir de sus resultados.

El **Capítulo 8. Líneas de investigación futuras**, propone posibles estudios futuros relacionados con el presente trabajo.

Capítulo 2

Definición del tema objeto de investigación

2. Definición del tema objeto de investigación

2.1 Introducción y alcance de la investigación

La tesis, en sus intenciones, pretende combinar la vertiente investigadora, abordando los objetivos que aquí se describen, a través del estudio y contraste de las hipótesis que se proponen, y la vertiente descriptiva, poniendo en conjunto y exponiendo, de forma comprensible, información y conceptos que forman parte de su marco referencial.

Vertiente investigadora

En su vertiente investigadora, como se explica a continuación, este trabajo versa sobre la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, en el ámbito jurídico y económico de España. Tal objeto se concreta en los objetivos, principal y específicos, que más adelante se presentan.

La posible influencia que la excesiva vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario puede tener, tanto por lo que supone como por la eventual dificultad que puede existir en su reversión, motiva esta investigación y sus objetivos. Dicha vinculación puede ir asociada a costes económicos y sociales que, en ocasiones exceden a los propios sectores afectando, por lo tanto, al bien común.

Sabemos que muchas situaciones de desequilibrio, referidas a la vinculación entre activos financieros y activos inmobiliarios, han sucedido previamente, en diferentes épocas, de igual o diferente forma. Su recurrencia, deja patente la dificultad que supone evitarlas o minimizar sus efectos, sea por insuficiente regulación o por determinadas actitudes de algunos de sus participantes.

No es objetivo de esta tesis emitir ningún tipo de juicio acerca de operaciones o actitudes que se describirán en la misma, sino exponerlas e incorporarlas a la investigación que las hipótesis motivan. Se entiende, sin embargo, que toda decisión va siempre rubricada con una firma, bajo la que suele haber el nombre de quien la toma.

Vertiente descriptiva

En la vertiente descriptiva, se persigue descubrir información y hechos que, una vez compilados, pueden ser puestos a disposición de quien pueda estar interesado en su estudio. Como conocimiento científico relacionado, que se entiende necesario para sustentar la investigación, se abordan y describen aspectos del funcionamiento de los mercados, así como

2. Definición del tema objeto de investigación

procedimientos y regulaciones propias de los sectores analizados, que dan soporte al desarrollo de los objetivos que aquí se presentan.

Conocer “lo posible”, complementariamente a “lo que se conoce”, constituye el objetivo del marco referencial que se incluye en la tesis. Exponer todo lo que los agentes de los sectores a estudiar saben, así como todo lo que es posible llevar a la práctica, técnicamente o legalmente, sin que de ello deba inferirse que sea correcto éticamente, estructura el contenido del marco de referencia que sirve de apoyo a la investigación.

Para ello se aportará suficiente información, sobre regulación y su aplicación, sobre activos financieros e inmobiliarios, sobre diferentes técnicas y su operativa, y sobre el funcionamiento de diferentes mercados en los que se desarrollan los procesos de vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario.

2.2 Objetivos de la investigación

El objetivo principal de la tesis es el estudio de la vinculación entre dos sectores económicos, el financiero y el inmobiliario, analizando sus posibles causas, sus consecuencias y las implicaciones que puede suponer una excesiva integración entre ambos.

Se trata, como es sabido, de dos sectores de gran importancia en la economía de un país, entre los que existe una continuada relación económica, a pesar de sus diferencias intrínsecas.

El sector financiero, más genéricamente el sistema financiero, o los mercados financieros, está integrado tanto por entidades crediticias, en calidad de originadoras de crédito y emisoras de titulización hipotecaria, como por los mercados secundarios donde se negocian sus activos. En la investigación se considera también la función inversora del sector financiero.

El sector inmobiliario está integrado por todas las tipologías de sus activos inmobiliarios y por todos sus participantes, en uno u otro momento, sea en calidad de propietarios, de usuarios, o de agentes que forman parte de su cadena de valor.

El campo de investigación pues, está referido genéricamente a los sectores financiero e inmobiliario, y aborda las causas de sus diferentes grados de vinculación y los motivos de que ésta pueda considerarse excesiva en determinados casos.

Ello supone estudiar la rigidez que tan estrecha relación puede aportar ante cualquier tipo de contingencias, los riesgos que se asumen y las consecuencias que de ellos se derivan.

La interrelación entre ambos sectores se estudiará tomando en consideración las condiciones regulatorias que la hacen posible y, especialmente, la solvencia profesional y ética de quienes toman decisiones en su marco de actuación.

La investigación se enmarca en el contexto de España, dada la necesaria ubicación en un entorno social, económico y regulatorio específico, que influye en gran medida en el desarrollo de ambos sectores. No obstante, atendiendo a la globalización de algunos mercados y a la

2. Definición del tema objeto de investigación

necesidad de contextualizar algunos procesos, que tienen o han tenido especial relevancia, se hará referencia a otros espacios económicos y muy especialmente al de Estados Unidos.

Las diferentes funciones y actividades de los sectores financiero e inmobiliario, y de sus mercados, se abordan en la parte más descriptiva de la tesis, dentro del marco referencial. Sin embargo, en la vertiente propiamente investigadora, a efectos de una mayor concreción en el apartado que se entiende de mayor relevancia, el estudio se centra en la vinculación a través de los préstamos o créditos concedidos con la garantía de un bien inmobiliario, y las posibles operaciones en las que puede participar tal activo hipotecario.

Por parte del sector inmobiliario se señala la doble naturaleza que tienen sus activos, como objeto de inversión, sea para uso propio o para su explotación, y como garantía real de préstamos y créditos hipotecarios. Se presentarán las dos funciones, unidas a las propias de la promoción inmobiliaria y la construcción. Sin embargo, a efectos de lo que se pretende estudiar, y según se expondrá, tanto por volumen como por complejidad, la que cobra más relevancia en el estudio de su vinculación con el sector financiero es la que corresponde al papel de garantía de préstamos y créditos hipotecarios. Se trata de un sector que no ha sido muy tratado en macroeconomía, a pesar de su gran incidencia en la economía de un país, y especialmente en los movimientos de arrastre de la misma, lo que será abordado en la investigación.

Por otra parte, el sector financiero puede asumir una doble actividad, que se concreta en su capacidad de inversión y en su función propiamente financiera. En lo referente a su dimensión inversora, se contempla su aportación de capital, a través de participaciones societarias, en organizaciones del sector inmobiliario o de la construcción, así como sus inversiones directas en activos inmobiliarios. Sin embargo, en congruencia con lo expuesto antes, esta tesis centrará su esfuerzo investigador en la vertiente financiera, tanto atendiendo a los recursos que concede en forma de préstamos y créditos con garantía hipotecaria, como también en lo que a emisión de títulos hipotecarios se refiere.

Como se expondrá reiteradamente, y a título introductorio de la importancia cuantitativa y cualitativa de la vinculación entre los dos sectores, financiero e inmobiliario, puede citarse aquí que los préstamos o créditos concedidos con la garantía de un inmueble, superan el 50% del total de financiación concedida en España desde hace décadas. Ello permite inscribir los objetivos de esta investigación en un entorno de gran volumen económico y de muy relevante influencia social. Como se ha expuesto antes, tal estudio se ubica en el marco geográfico español aunque, dado el contexto de la globalización financiera, se recurrirá también a operativas y ejemplos de otras localizaciones.

Objetivo principal

La tesis asume, como objetivo principal, la reflexión e investigación acerca de la vinculación, eventualmente excesiva y de difícil reversión en algunos casos, entre los sectores financiero e inmobiliario.

Dicho objetivo se abordará a través de la vinculación que puede existir entre los activos de ambos sectores.

Ello, amplía la investigación al estudio de los motivos que pueden llevar a modificar la naturaleza óptima del funcionamiento de dos sectores económicos, con gran influencia en la economía, y las operaciones que en ellos realizan las personas que intervienen.

2. Definición del tema objeto de investigación

En este sentido, se pretende conocer si las decisiones que deben tomarse, siempre condicionadas por la incertidumbre propia del futuro, se adoptan contando con suficiente información o si, disponiendo de la misma, se alinean con los objetivos comúnmente participados por la sociedad de la que forman parte (rentabilidad, estabilidad, permanencia, compromiso con el bien común, etc.).

Del objetivo principal, y de los criterios con los que se pretende abordar su desarrollo, se derivan otros tres objetivos específicos, que permiten desagregar aquél, con mayor concreción, fundamentando las hipótesis que se pretenden contrastar en esta investigación.

Objetivos específicos

El primero de ellos, pretende determinar cuál es el elemento o característica de los sectores a estudiar que los ancla entre sí, y que puede ampliar la cadena de vinculación a través de activos y mercados diferentes. Tal objetivo será incorporado en la primera hipótesis, al objeto de determinar la naturaleza de los eslabones que forman parte de la cadena de vinculación, entre los activos de los dos sectores objeto de estudio.

El segundo objetivo persigue conocer cómo afecta la vinculación entre los dos sectores, al correcto funcionamiento de los mercados. Desde el conocimiento que aporta el marco de referencia general, se pretende observar cómo influye la vinculación en los apartados relativos a la racionalidad económica y los fallos de mercado, especialmente los referidos a la información asimétrica y la teoría de agencia. Tal objetivo será abordado y formulado en las hipótesis, para su posterior contraste.

Finalmente, el tercer objetivo enfoca su interés en los riesgos que pueden derivarse de la vinculación entre los sectores objeto de análisis, que transaccionan flujos de fondos actuales con futuros, a través de inversiones y financiación, garantizada por activos inmobiliarios. Se pretende investigar si, en algunos casos, esos riesgos pueden exceder de lo que una gestión prudente de cada sector, puede aconsejar. Asimismo, los activos de ambos sectores pueden incrementar la complejidad, y posible opacidad de las operaciones, a través de mecanismos de titulización que permiten transformar activos hipotecarios en instrumentos financieros, de gran liquidez y movilidad. Así, la tesis se plantea, como objetivo específico, que orienta la formulación de una de sus hipótesis, conocer la incidencia que una excesiva vinculación puede tener en un posible incremento del riesgo, incluso en ocasiones con total conciencia de ello, y cómo ello puede trasladar sus efectos más allá del perímetro de los dos sectores.

Por último, y dado que las decisiones siempre provienen de personas, directa o indirectamente como se expondrá, en el ejercicio responsable de sus capacidades, se acude al reconocimiento de la solvencia profesional y ética que se entiende debe estar presente en la acción humana. Así, la tesis aborda, a lo largo de su desarrollo, el papel de la regulación y supervisión, y también la necesaria calidad ética de la conducta de quienes participan en estos dos sectores.

Como se ha expuesto, de estos objetivos se desprenden las hipótesis que, a través de la investigación, se pretenden confirmar, con el apoyo del marco de referencia y la literatura científica existente.

2. Definición del tema objeto de investigación

2.3 Resultados esperados

Las conclusiones de esta investigación, que deberán confirmar la validez de las hipótesis, pretenden estar comprometidas con el interés general. Ello se traduce en la voluntad de esta tesis de ser útil, aportando conocimiento y criterio, para toda persona interesada en su lectura.

En este sentido, la tesis espera ofrecer una humilde fuente de conocimiento, que pueda añadirse a las ya existentes, de las posibles causas de ineficiencia económica y empresarial, que pueden existir en la relación entre los sectores financiero e inmobiliario, cuyas consecuencias exceden su perímetro de actuación y se trasladan a otros ámbitos. Ello supone considerar regulaciones o prevenciones, que deben coexistir con el libre ejercicio empresarial, en pos de una mayor estabilidad económica y social.

Por ello, ante la abundancia de opinión, que en ocasiones equivale a escasez de unanimidad, el trabajo se plantea exponer diferentes visiones, o incluso ejemplos, que enriquezcan el contraste de las hipótesis que proyecta confirmar la tesis.

Dentro del apartado de resultados esperados de esta tesis, se pretende constatar la necesidad de una más eficaz regulación, así como de una máxima convicción en su aplicación. También interesa a esta investigación conocer el coste que para la sociedad puede suponer asumir un escenario de riesgos excesivos cuya confirmación es posible, lo que tal vez haría recomendable dedicar fondos económicos a su prevención.

Una de las principales conclusiones a las que se proyecta arribar es la que se corresponde con la pregunta de si deben asumirse como inevitables los desequilibrios que recurrentemente se producen en el sistema económico y social, a causa de la excesiva vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario. O si, por el contrario, podemos considerarlos evitables estableciendo los correspondientes procesos preventivos o desincentivadores.

En uno u otro caso deberán proponerse medidas que permitan evitar o atenuar los posibles efectos negativos de la excesiva vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, que se pretende investigar.

En caso de considerarse inevitables, la tesis plantea la reflexión acerca de si los recursos económicos que deben invertirse para recomponer el desequilibrio, en clave de riesgo moral (concepto que se expondrá con detalle en la investigación), pueden provenir de fondos que se han ido capitalizando en los años de auge como recursos de prevención. O si, como es el caso en las últimas crisis financieras, deben ser invertidos ex-post, con una recesión como fuente de recursos.

Si se considerase que es posible prevenir y evitar los citados desequilibrios, se expondrán algunas recomendaciones al respecto, que permitan disponer de un suficiente nivel de seguridad para el bien común que una sociedad debe preservar.

En uno u otro caso, cuya determinación provendrá de las conclusiones de la investigación, como se ha expuesto antes, la tesis pone como centro de toda decisión y acción, a la persona humana,

2. Definición del tema objeto de investigación

cuya conducta se rige por su solvencia profesional y ética.

En tal sentido, esta investigación reclama una mayor regulación y, especialmente, una más activa supervisión, que pueda anticiparse a los efectos negativos de determinadas innovaciones. Tal regulación, y la correspondiente supervisión, se entiende que debe preservar a los sectores aquí estudiados de riesgos que acrecienten su inestabilidad, y estar basada en la bondad de los principios y valores que rigen las conductas de quienes toman decisiones en las organizaciones.

Capítulo 3

Sectores vinculados

3. Sectores vinculados

3.1 Qué son sectores vinculados

3.1.1 Introducción a la idea de vinculación

La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario se refiere a la situación en la que ambos sectores están anclados uno al otro, sin que el objetivo de tal unión sea la obtención de una mayor competitividad.

Atendiendo a la rigidez que puede existir en la relación entre los sectores financiero e inmobiliario, derivada de miles de operaciones formalizadas en contratos que vinculan deuda garantizada con inmuebles, las decisiones tomadas desde el extremo financiero influyen en el inmobiliario y, también, las decisiones tomadas desde el inmobiliario en el financiero.

Puede darse el caso que, desde uno de los dos sectores deban asumirse decisiones vinculadas que, en rigor, no se hubieran tomado desde la visión independiente de uno de ellos.

Así por ejemplo, una crisis en el sector inmobiliario en alguna de sus tipologías, por exceso de oferta o por cualquier otra causa, afecta directamente al sector financiero. Y viceversa, el sector financiero, mediante la restricción del crédito o la elevación de los tipos de interés, puede influir en el sector inmobiliario.

Si recurrimos a la conversión de sustantivos en verbos, habitual en otras lenguas, puede resumirse lo expuesto aludiendo al riesgo de “*inmobiliarizar*” el sector financiero o al de “*financiarizar*” el sector inmobiliario.

En la estricta aportación de servicios de un sector al otro, o de la demanda de los mismos en sentido inverso, a largo plazo la continuada perfección de contratos en un excesivo nivel de concentración, y con las dificultades existentes para revertir o resolver dichos contratos, supone un anclaje mutuo que implica rigidez.

Esta rigidez no solamente afecta a la relación entre ambos sino también a la libre gestión de cada uno, lastrado por las condiciones o vulnerabilidades del otro.

No se trata de una relación cliente-proveedor, que se transforma en una relación de socios económicos no estratégicos, pues la legislación que regula las operaciones de cada sector, especialmente el financiero, es muy clara en los derechos y obligaciones de cada parte.

No se trata de una *joint venture*. Las alianzas estratégicas (*joint ventures*) son relaciones entre empresas de un mismo o de diferentes sectores, de similar posición o complementaria, que se forman para dar respuesta a determinados retos. Una alianza estratégica es fruto de una decisión

3. Sectores vinculados

voluntaria, por la que las partes deciden compartir objetivos, en muchas ocasiones derivados de una situación competitiva que la hace necesaria (García-Ochoa, 1999). No se trata, pues, de una relación derivada de formas de actuar de uno o dos sectores, como es el caso que nos ocupa en esta investigación, sino de iniciativas colaborativas concretas para mejor competir en sus propios mercados.

No son fusiones ni absorciones, pues en la vinculación que aquí se trata no se busca tamaño o eficiencia.

No es, tampoco, integración vertical, hacia adelante o hacia atrás, como la describe Michael Porter (1980 y 1985), pues no se trata de relaciones basadas en estructuras jerárquicas o combinadas para obtener economías de escala o determinadas sinergias.

En lo que aquí se pretende investigar, se entiende que la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario se inicia con un contrato de originación de un préstamo o crédito a largo plazo garantizado con un bien inmueble, en el que ambas partes quedan dependientes una de otra y a expensas de los futuros cambios del entorno.

Esta dependencia podría ser menor si dicha vinculación no fuera significativa dentro de una política diversificada, pero cobra gran importancia cuando ésta supone un alto grado de concentración, lo que puede ir unido a una eventual prociclicidad (Gual, 2009).

Si el crédito con garantía real por sí solo supone aproximadamente dos terceras partes del total del crédito concedido en España, esto significa que una alteración en las condiciones de un sector tan cíclico como el inmobiliario puede poner en riesgo de morosidad, o de “quiebra” en el caso de organizaciones empresariales, a una parte muy relevante del total del crédito.

Ello traslada ese riesgo a quienes han aportado los recursos con los que se ha concedido la financiación, especialmente los depositantes de las entidades de crédito.

Además, la posibilidad de algún fallo en el mercado inmobiliario, dada su influencia en el efecto riqueza de los propietarios y a través de las personas que trabajan en sus industrias auxiliares, puede afectar también al resto del crédito o al consumo.

3.1.2 La vinculación no es un concepto abstracto

Cuando en esta investigación se hace referencia al concepto de “vinculación” se pretende describir la unión que puede existir entre dos partes, eventualmente sobrevenida y de muy difícil reversión.

El propio Diccionario de la Real Academia Española define vinculación como “Acción y efecto de vincular”. Y al referirse al verbo vincular, la definición ilustra en gran medida el interés de esta investigación. Según el Diccionario de la RAE (2001) vincular es:

(Del lat. *vinculāre*).

1. tr. Atar o fundar algo en otra cosa. *Andrés vincula sus esperanzas en el favor del ministro.*
2. tr. Perpetuar o continuar algo o el ejercicio de ello. U. m. c. prnl.

3. Sectores vinculados

3. tr. Someter la suerte o el comportamiento de alguien o de algo a los de otra persona o cosa.

4. tr. Sujetar a una obligación.

5. tr. *Der.* Sujetar o gravar los bienes a vínculo para perpetuarlos en empleo o familia determinados por el fundador.

6. tr. ant. Asegurar, atar con prisiones.

Se observan, pues, las acepciones complementarias del verbo, que hacen referencia al hecho de atar algo en otra cosa, a sujetar a una obligación o, también, a someter la suerte de una parte a la de otra. Se conjuga, pues, el hecho de atar o encadenar dos partes, con la situación de dependencia a la otra parte, o a una obligación.

El verbo vincular, atendiendo a su definición, parece reunir las características que esta investigación pretende estudiar en relación con los sectores financiero e inmobiliario.

En definitiva, se pretende describir una relación que va más allá de la comercial o económica basada en transacciones entre los dos sectores. Se aborda aquí una cierta rigidez que no solamente une a las dos partes, sino que también puede llegar a someter la libre actuación de una a la situación de la otra.

3.1.3 Contradicciones de la vinculación

El estudio que nos ocupa, siguiendo todo lo que forma parte de la vinculación, pondrá de manifiesto determinadas contradicciones.

La propia vinculación puede impedir la desvinculación.

En la investigación acerca de la vinculación entre los sectores se pretende determinar cuáles son los verdaderos eslabones de esa unión, y conocer las implicaciones que ello supone. En este sentido, se descubre que la verdadera rigidez no proviene tanto de la propia vinculación entre los activos de ambos sectores, sino de la dificultad, incluso imposibilidad, de su reversión.

La persecución de una mayor rentabilidad puede generar grandes pérdidas.

El porcentaje de créditos hipotecarios respecto del total de créditos concedidos en España es superior al 60% desde febrero de 2004, lo que supone un importante anclaje entre los valores de sus activos. A ello hay que sumar las inversiones directas del sector financiero en el inmobiliario (participación en capital). Sin embargo, también es preciso considerar, en lo que a dedicación y consumo de recursos se refiere, las provisiones que deben dotar las instituciones crediticias, incrementadas en determinadas épocas, ya sea por medidas prudenciales generales, ya sea por morosidad o por la incorporación de inmuebles en el balance de las entidades prestamistas.

La vinculación puede convertir riesgo en incertidumbre.

La vinculación supone riesgos que pueden estar referidos al inmueble en concreto (ejecuciones hipotecarias, desistimiento de inversiones, etc.) o al sujeto deudor (deuda que excede el valor de la garantía, riesgo de concurso de acreedores, etc.). Todo ello afecta a diversos apartados como son la propia dinámica de un sector y las alteraciones que aparecen cuando dos quedan unidos,

3. Sectores vinculados

La importancia de las valoraciones, la evaluación del riesgo, la detección de los eslabones de transmisión y lo que ello supone de contagio entre sectores o a la sociedad. En definitiva, la actuación de quienes toman decisiones (o las aconsejan), desde el punto de vista de su capacidad profesional y desde su calidad ética, puede afectar al riesgo de las operaciones dentro del perímetro de los dos sectores vinculados, hasta el punto de crear incertidumbre.

La seguridad puede generar inseguridad.

La misma cobertura de riesgos puede generar un mayor riesgo. Esta afirmación, que parece totalmente contradictoria, pudo observarse con las permutas financieras para asegurar riesgos de los nuevos derivados de crédito (*Credit Default Swaps*, CDS, que se describirán en otro apartado de esta investigación), que aportaron una gran rentabilidad a quienes participaron (incluidas compañías de seguros), hasta que se produjeron impagos. A efectos de entender la dimensión de lo que en un principio era únicamente un instrumento de cobertura contra el riesgo de impagos, puede mencionarse aquí que solamente los CDS sumaron 62,17 billones de dólares en diciembre de 2007, cuando el PIB de Estados Unidos al final de 2007 era de 13,78 billones de dólares, y el de España, 1,36 billones de dólares (Conte, 2014).

Conocer y entender las contradicciones.

Uno de los objetivos de esta investigación es, explícitamente, recopilar información, tratarla y aportarla para futuros trabajos, proponiendo una más activa regulación (a pesar de las dificultades de anticiparse a la innovación, es decir, de anticiparse a lo desconocido), y un compromiso total con la ética. En definitiva, se trata de evitar toda posibilidad de “*indiferencia benévola*” (Zhu, 2014).

3.2. Introducción al sector financiero y al sector inmobiliario

3.2.1 Presentación de los sectores financiero e inmobiliario

En la tesis se destinan dos apartados específicos a describir, con el necesario detalle, cada uno de los dos sectores. Se presenta aquí una introducción de las relaciones entre ambos sectores, financiero e inmobiliario, y lo que a los efectos de este estudio se entiende que representa cada uno de ellos.

La introducción no solamente persigue la presentación de ambos sectores, sino una primera descripción para disponer de un soporte con el que describir, en el apartado siguiente, lo que esta investigación entiende como su vinculación.

Se trata de dos sectores de gran importancia en la economía de una nación, con movimientos internacionales de gran trascendencia, y que concentran un importante flujo de recursos de todo tipo, de los que se pretende estudiar su vinculación, que puede entenderse como adecuada o excesiva atendiendo a diferentes criterios.

El sector financiero canaliza los recursos financieros de unidades excedentarias a unidades deficitarias, posibilitando la realización de todo tipo de operaciones e inversiones.

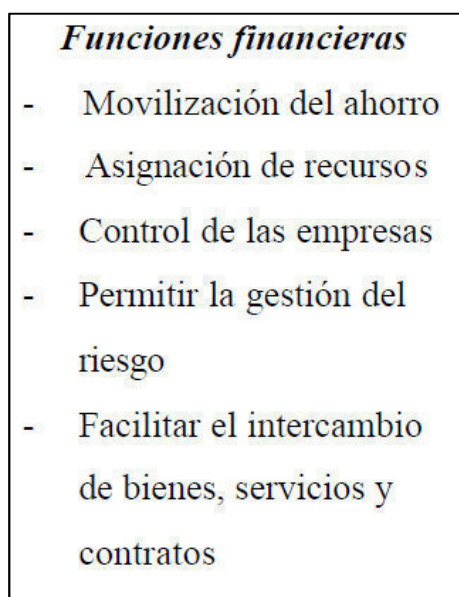
3. Sectores vinculados

Dado que los criterios en cuanto a riesgo, rentabilidad, plazos, etc., no son los mismos, es preciso un sistema financiero que ajuste la demanda y la oferta.

Su principal función es proveer de recursos a otros sectores, o incluso al propio, captando, canalizando y asignando los recursos financieros. Basa gran parte de sus decisiones en la disponibilidad de información, que procesa con gran velocidad, siendo su primer objetivo la obtención de rentabilidad para sus fondos.

Siguiendo a Levine (1997), las principales funciones de un sistema financiero son:

- Producir información sobre inversiones y asignación de recursos.
- Supervisión de proyectos de inversión, de los administradores y control de las empresas.
- Facilitar la gestión del riesgo.
- Facilitar la gestión del ahorro.
- Facilitar el intercambio de bienes y servicios.



Fuente: Levine (1997)

Figura 3.1 Resumen de las funciones del sistema financiero

Restas funciones, a través de sus instituciones, entre las que se encuentran las entidades de crédito, o de sus instrumentos, como son los referidos a crédito y a titulización, pueden variar según la coyuntura o la regulación de cada país.

En definitiva, el sector financiero conduce el ahorro hacia la inversión, de la manera más eficiente posible, y para ello debe asumir determinados riesgos, proporcionando financiación a familias, empresas y naciones.

El sector inmobiliario es un sector de inversión, lo que supone la necesidad de implicar

3. Sectores vinculados

grandes sumas de dinero, con un retorno esperado, a medio o largo plazo, congruente con el riesgo que se asume. Por ello, es fundamental el acceso a diferentes proveedores de financiación, como por ejemplo pueden ser socios, inversores, entidades financieras, fondos, etc., y la capacidad de aportar las correspondientes garantías.

Se trata de un sector cíclico, muy poco tratado en estudios de macroeconomía a pesar de su gran influencia en la sociedad (Leamer, 2007), de periodos largos, cuyo objeto es la gestión de activos inmuebles, de compleja valoración en algunos casos.

El sector inmobiliario suele ser escaso en información, con poca transparencia en precios y costes, sin suficiente detalle de series históricas de sus principales magnitudes, lo que dificulta la investigación y, sin duda, la capacidad de anticipar (Reinhart y Rogoff, 2008).

Es característica del sector inmobiliario su fragmentación y, en muchos casos, el carácter local de sus organizaciones. De hecho, se trata de un sector cuya principal fuente de diferenciación es la ubicación.

En esta investigación, la expresión “sector inmobiliario” englobará todos aquellos inmuebles, y todos los participantes, actuales o potenciales, que forman parte de sus operaciones, sea en calidad de integrantes de su cadena de valor, o como propietarios de los activos. Se incluye, pues, en el ámbito inmobiliario, la función de los inmuebles como garantía real.

Los inmuebles tienen una doble naturaleza: como objeto de inversión, sea para uso propio o para su explotación, y como garantía real de préstamos o créditos hipotecarios. Se tratarán las dos funciones, sin embargo, a efectos de lo que se pretende estudiar, y en este sentido la que cobra más relevancia es la que corresponde al papel de garantía de préstamos hipotecarios.

3.2.2 Relaciones entre ambos sectores

Los dos sectores, financiero e inmobiliario, se relacionan entre sí a través de la doble función que asumen los bienes inmuebles en el sector financiero:

- Como garantía real para préstamos o créditos hipotecarios, sea cual sea la inversión a la que se destinan.
- Como bienes de inversión, en sí mismos o a través de organizaciones que los promueven o gestionan.

El sector financiero, que engloba a entidades de diversa configuración, concede préstamos y créditos, con o sin garantía hipotecaria, a reembolsar en periodo futuro, por los que percibe un determinado interés. Obtiene sus recursos de sus accionistas, de los depósitos de clientes en las entidades, y a través de los mercados financieros (Calvo, Parejo, Rodríguez, y Cuervo, 2010). Tales fuentes de recursos, deben ser retribuidas con fondos que provienen de sus inversiones, especialmente las crediticias.

Se da, pues, en el sector financiero la doble condición de prestamista y prestatario, además del de inversor directo en determinados proyectos, mediante participaciones societarias.

Como se ha expuesto, las entidades crediticias aportan recursos financieros tanto a través de deuda como a través de capital. En esta tesis entenderemos como aportación de capital la que se corresponda con inversiones directas o participaciones societarias, por parte de entidades

3. Sectores vinculados

financieras o, de forma más general, del sector financiero. Y por deuda entenderemos los préstamos y créditos concedidos, de entre los que aquí nos interesan aquellos concedidos con la garantía de un bien inmueble, que pueden suponer aproximadamente un 60% del total de créditos concedidos en España.

Por sector inmobiliario, a través de sus diversos agentes o participantes, se entiende en este estudio el receptor de inversiones, directas o indirectas, de entidades financieras, y el genérico proveedor de garantías para deuda hipotecaria.

Así, entendiendo los inmuebles como bienes de inversión, los fondos recibidos del sector financiero se aplican fundamentalmente a la realización de nuevos proyectos inmobiliarios, y a la adquisición de activos destinados a la explotación o al propio uso. Si los entendemos como garantía real, su función es colateralizar créditos hipotecarios para diversos fines que no siempre tienen que ver con inversiones inmobiliarias.

El circuito descrito es, pues, la financiación con la garantía de inmuebles, o la inversión directa en activos representativos del sector inmobiliario, por un sector financiero que, a su vez, puede obtener mayor liquidez a través de mercados financieros que incorporan una mayor complejidad al proceso, titulizando o cediendo deuda.

Abundando en las características generales de los dos sectores que se tratan, el financiero, que apoya su gestión en la información, cada vez es menos tangible y opera con una gran velocidad. El inmobiliario, cuyo objeto comprende todo tipo de gestión de bienes tangibles de inversión, dispone de información más lenta e inexacta, como la mayoría de sectores de la denominada economía real.

Sin embargo, al anclarse uno al otro, la gestión de ambos se entrelaza. El financiero depende cada vez más de la inmovilidad de los activos inmobiliarios y de la variación de sus valores, lo que puede suponer iliquidez. El inmobiliario se somete a las rápidas fluctuaciones de tipos de interés y de liquidez en el sistema, lo que afecta a su mercado y al valor de sus activos.

Asimismo, como se analiza en la tesis, la amplificación propia de las operaciones del sector financiero afecta al inmobiliario, lo que de nuevo repercute en el financiero a través de los efectos que la valoración de sus inversiones inmobiliarias produce en su balance y en su cuenta de resultados.

En el sector inmobiliario, el ajuste entre oferta y demanda no es inmediato, y se requiere tiempo para detener o reorientar la inercia, dado el largo periodo necesario para concluir un inmueble, mientras que en el sector financiero las operaciones, sea cual sea su volumen, pueden ser inmediatas.

En el campo de investigación de esta tesis, los ciclos económicos de los sectores financiero e inmobiliario pueden considerarse independientes, aunque en algunos casos han ido correlacionados (Herring y Wachter, 1999) y han ocasionado los llamados “auges dobles”.

3. Sectores vinculados

3.3 Vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario

3.3.1 Causas y eslabones de la vinculación

El objeto principal de esta tesis es el reconocimiento y el estudio de la vinculación que existe entre los sectores financiero e inmobiliario, y su repercusión en el desarrollo propio de ambos sectores, tanto en el aspecto inversor como en el aspecto financiero.

No se trata únicamente de un interés descriptivo acerca de las operaciones económicas en las que intervienen los dos sectores, sino de investigar sobre el excesivo anclaje que puede existir entre ambos sectores, y lo que ello implica.

La tesis se propone conocer las causas y los eslabones de esa unión, las consecuencias que ello supone, en sí mismas y, por el hecho de tratarse de dos sectores de muy relevante participación en la economía, en sus repercusiones fuera de su perímetro.

La vinculación entre ambos sectores se produce por los dos extremos, financiero e inmobiliario, de la cadena.

El sector inmobiliario se vincula al financiero a través de la disponibilidad de fondos (liquidez o garantías) para acometer determinadas inversiones.

Ello supone:

- Riesgo financiero muy ligado al riesgo operativo.
- Plazos de retorno ajenos al ciclo.
- Costes financieros, servicio de la deuda, liquidez.

El sector financiero se vincula al inmobiliario por dos diferentes vías. Por un lado, y fundamentalmente, a través de la financiación (deuda) que vincula disponibilidad de recursos a garantías, dado que los agentes inversores precisan de financiación. Los inmuebles son garantía de préstamos o créditos. Tales préstamos, con una determinada rentabilidad asociada, pueden ser transferidos a otros inversores en forma de valores con riesgos evaluados. En el caso del sector financiero que concede el préstamo, y que posteriormente puede titularlo para obtener nuevos recursos, coinciden el papel de prestamista y prestatario, es decir, de acreedor y de deudor.

Por otro lado, a través de la propia participación del sector financiero en el sector inmobiliario, con inversiones directas. Estas inversiones directas se realizan fundamentalmente a través de participaciones empresariales (o vehículos de inversión propios cuyo objeto social es la propia actividad inmobiliaria). Los motivos de tales inversiones son fundamentalmente la obtención de rentabilidad, el control, o la adquisición forzada de inmuebles (ejecución hipotecaria, dación en pago o compra directa a deudor, intercambiando deuda por stock).

Se entiende que la rentabilidad es causa de vinculación (incluso de concentración), pero no siempre la rentabilidad se evalúa con el suficiente rigor o sensatez.

Ludwig von Mises (Mises, 1936) alertaba acerca de cómo los tipos de interés excesivamente

3. Sectores vinculados

bajos incentivan proyectos empresariales o inversiones que no habrían sido rentables con otros tipos (entorno que se acrecienta con la codicia y la falta de prudencia que pueden darse en entornos económicos poco disciplinados).

Así pues, el mecanismo del mercado inmobiliario no tiene los mismos parámetros que el financiero, y al anclarse uno al otro la gestión financiera y sus riesgos quedan ligados a la operativa y al ciclo del sector inmobiliario. Tal riesgo se ve amplificado por la tendencia a la inestabilidad de los mercados financieros, que gestionan recursos a determinado coste, de los que se provee a la financiación y, por tanto, a la inversión.

Otro aspecto a estudiar de la vinculación, explícita o implícita, entre los dos sectores aquí tratados, es la responsabilidad de uno con el otro, hasta el punto de que los errores o dificultades de uno deben ser asumidos por el otro. Al estar tan vinculados los sectores, no solamente los riesgos y crisis se trasladan entre ellos, sino también las soluciones a los mismos y, en este sentido, se desplaza el protagonismo de quienes deben soportarlas finalmente.

Se trata de investigar en qué circunstancias dos sectores pueden llegar a operar alineados y correlacionados, condicionando objetivos y criterios de decisión.

Ello podría derivar en responsabilidades, dado que condicionar la gestión de una organización puede considerarse de hecho intervenir en aquélla.

Tomando como ejes de investigación los dos sectores presentados, interesa destacar la gran influencia que en la función crediticia tiene la valoración de colaterales, que son el “baremo” de la concesión de financiación (y por tanto de generación de riesgos), así como la valoración de instrumentos financieros que permiten obtener financiación “mayorista”. El valor de los activos que sirven de garantía puede sufrir muchas oscilaciones, dado que el funcionamiento del mercado inmobiliario no tiene los mismos parámetros que el del financiero.

El valor de los activos se traslada al sector financiero por las dos vías antes citadas, financiación e inversión, y al inmobiliario a través de las plusvalías (rentabilidad) y de una posible menor rentabilidad de la explotación (camino inverso de una burbuja). Analizar estas relaciones en el ciclo alto o en el ciclo bajo del sector implica diferentes resultados.

Así pues, dado que la participación del sector financiero en el inmobiliario es fuente de riesgo, en determinados casos la cuantificación de su exposición corresponde a la valoración de los activos.

Un aumento de los precios de activos inmobiliarios puede incrementar la oferta de crédito al sector inmobiliario, lo que probablemente retroalimentará nuevos aumentos de los precios inmobiliarios. Una disminución del precio de los inmuebles reducirá el capital bancario mediante la reducción del valor de bienes inmuebles propios del banco, reduciendo también el valor de los préstamos garantizados por inmuebles.

Existe un efecto multiplicador, pues de lo anterior se deriva que un mayor crédito en el mercado puede incentivar una mayor asunción de riesgo.

3. Sectores vinculados

3.3.2 Cadenas de vinculación

Las principales vías de vinculación se refieren a las relaciones directas entre ambos sectores, tanto en financiación como en inversión. En esta tesis, se circunscribe su estudio al escenario español, aunque se recurrirá en ocasiones a otros entornos para mejor contextualizar o describir procesos de gran importancia en lo que aquí interesa.

El sector financiero puede proporcionar financiación a quienes participan en el sector inmobiliario, complementaria a los recursos propios. Asimismo, el sector financiero, aplicando sus propios recursos, puede invertir en el sector inmobiliario por diferentes vías.

Los diferentes actores del mercado inmobiliario (inversores, promotores, usuarios, etc.) pueden complementar sus recursos propios con recursos ajenos, para hacer frente a sus inversiones. La propiedad de un activo inmobiliario puede aportarlo en garantía para la obtención de un préstamo o crédito que financie determinada inversión, que no tiene por qué estar relacionada con el sector inmobiliario.

Las áreas en las que, principalmente, se concreta la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, entendidos ambos en su más extenso ámbito, se describen en los siguientes apartados:

- En lo referente a la financiación, en esta investigación interesan aquellas operaciones de deuda en la que ésta tiene garantía hipotecaria, es decir, en las que un inmueble (cuya condición de colateral será referida en el texto) sirve de garantía a un préstamo o crédito. No se trata de un tema marginal, pues en España, desde el mes de julio de 2001, el porcentaje del total de crédito concedido instrumentado como crédito hipotecario ha sido en todos los meses superior al 50%, no bajando del 60% desde febrero de 2004. Es decir, más de la mitad del crédito concedido a todo tipo de contraparte (empresas, personas físicas, familias, residentes y no residentes), sea cual sea su destino, tiene una garantía hipotecaria (un bien inmueble colateral de la deuda), lo que supone un importante anclaje entre activos de los dos sectores. A efectos puramente informativos, en este apartado de la investigación, y para afianzar la importancia que esta participación del préstamo hipotecario tiene en el sistema financiero español, puede mencionarse que en diciembre de 2014 el porcentaje citado sigue manteniéndose en un 61,05% (superior al 58,76% del mismo mes del año 2007 en que se inició una de las mayores crisis conocidas).
- Debe mencionarse también la gran relevancia que ha tenido la financiación a empresas del sector inmobiliario y de la construcción, especialmente alta en determinados periodos. No solamente por lo que significa dedicar recursos bancarios a un determinado sector (tal vez con poca diversificación), sino por el riesgo singular que, con la legislación vigente, supone una situación de concurso de acreedores, insolvencia que comprende las situaciones de quiebra y las de suspensión de pagos, para la entidad de crédito que incorpora en su balance esa deuda. En este sentido, es preciso hacer mención especial al denominado “crédito promotor” y a la financiación de suelo.
- Por último, y simplificando las situaciones posibles mercantilmente, en lo que hace referencia a inversiones directas de las entidades financieras en el sector inmobiliario a través de participaciones societarias, o en propias inversiones inmobiliarias. Los diferenciales de rentabilidad que pueden darse entre los dos sectores incentivan

3. Sectores vinculados

determinadas operaciones de activo, que comprometen recursos en riesgos diferentes a los de la propia actividad crediticia. Conviene mencionar aquí las operaciones de venta de sociedades inmobiliarias con participación accionarial de entidades crediticias, en gran medida creadas a partir del declive del anterior ciclo, efectuadas en España en los años finales de la década de los años 90, así como la salida a bolsa de algunos grupos.

A ello hay que sumar las provisiones que deben dotarse, en épocas de mayor morosidad o de mayor exigencia regulatoria, así como la incorporación al balance de las entidades de crédito de inmuebles que servían de colateral a un préstamo fallido, que suponen, también, una importante inmovilización de recursos del sistema financiero.

No se aborda aquí en detalle todo aquello referido a fondos de inversión inmobiliaria y otros vehículos que han permitido canalizar ahorro, que entendemos corresponden al capítulo de tipologías de inversión inmobiliaria. Tampoco se tratan, a pesar de la relevancia que en algún caso puedan haber tenido, aspectos relacionados con pignoración o prenda de acciones de empresas promotoras o constructoras.

En esta investigación nos centraremos en el aspecto hipotecario de las opciones mencionadas, en aras de una mayor concreción y dada la primordial importancia que tiene en el total de los factores de vinculación, aunque a lo largo de la misma se recurre a todos los procesos restantes cuando es preciso disponer de una mejor visión de conjunto.

Una vez entendida la importancia de la relación entre los sectores financiero e inmobiliario, en su cuantificación económica y en su relevancia cualitativa (básicamente en lo que respecta a temas de concentración y correlación), interesa conocer y analizar la incorporación de nuevos eslabones en la **cadena de vinculación**, posteriores a la inicial originación de un préstamo hipotecario. Se trata de eslabones que, en forma de titulización, permiten convertir activos financieros o inmobiliarios en nuevos activos, diferentes de los originarios, mucho más líquidos y negociables en mercados secundarios.

Estas titulizaciones de instrumentos financieros, que incorporan un notable apalancamiento, pueden formar parte de nuevos eslabones, que las agrupan en nuevos activos, o que simplemente les dan cobertura ante posibles riesgos.

A continuación se muestra una sucesión de figuras, que ilustran la configuración de una cadena de vinculación “corta” y de una cadena de vinculación “larga”, en la que intervienen más participantes y diferentes tipos de activos.



Fuente: International Monetary Fund (2009)

Figura 3.2 Ejemplo de cadena de intermediación corta

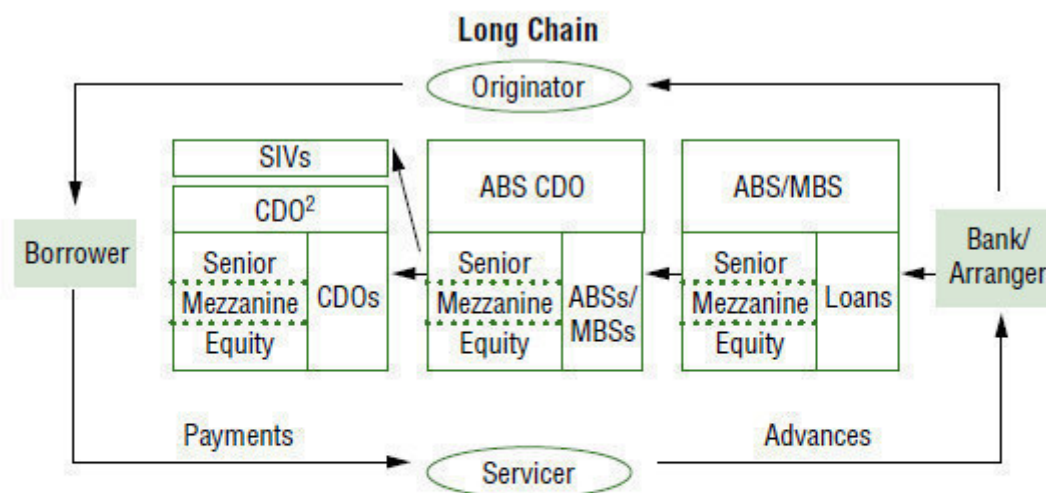
3. Sectores vinculados

Como se observa, en la Figura 3.2 se representa la cadena inicial, correspondiente a un préstamo hipotecario, en el que el prestatario (“*borrower*”) está vinculado con la institución crediticia (“*bank*”) a través de un préstamo (“*loan*”), por el que debe efectuar unos pagos periódicos (“*payments*”) para su reembolso.

Esta cadena, que se corresponde con un proceso de originación de crédito, puede alargarse incorporando una mayor complejidad e interconexión de todos los participantes en el sistema financiero (Shin, 2009).

Ese incremento de eslabones en la cadena de vinculación y la mayor complejidad en sus relaciones puede ilustrarse con la Figura 3.3, en la que intervienen nuevos agentes (que serán descritos en otros apartados de esta investigación) y en la que diferentes activos, que asimismo se subdividen en diferentes “tramos”, se interconectan entre sí. Debe prestarse atención a que toda esta larga y compleja cadena no existiría sin el prestatario (“*borrower*”) inicial, cuyos pagos periódicos de reembolso del crédito recibido generan un nuevo mercado financiero, con activos especializados.

Debe advertirse que la figura se inserta únicamente para dar fe de la complejidad que puede estructurarse a partir de un préstamo o crédito hipotecario, pero sin ánimo descriptivo, dado que incorpora procesos y siglas, que se describirán en otro apartado.



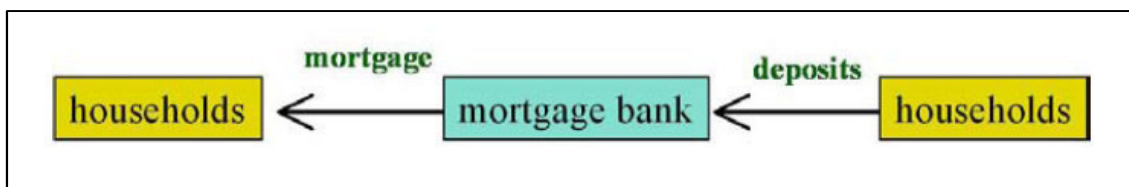
Note: ABS = asset-backed security; CDO = collateralized debt obligation; CDO² = collateralized debt obligation-squared; MBS = mortgage-backed security; SIV = structured investment vehicle.

Fuente: International Monetary Fund (2009)

Figura 3.3 Ejemplo de cadena de intermediación larga

Puede ilustrarse lo mismo con la siguiente figura, que sitúa mejor el origen de los fondos y la aplicación de los mismos en una cadena de vinculación que deviene un verdadero circuito de financiación. En este caso, las entidades financieras convierten los depósitos de clientes en préstamos o créditos hipotecarios (“*mortgage*”).

3. Sectores vinculados

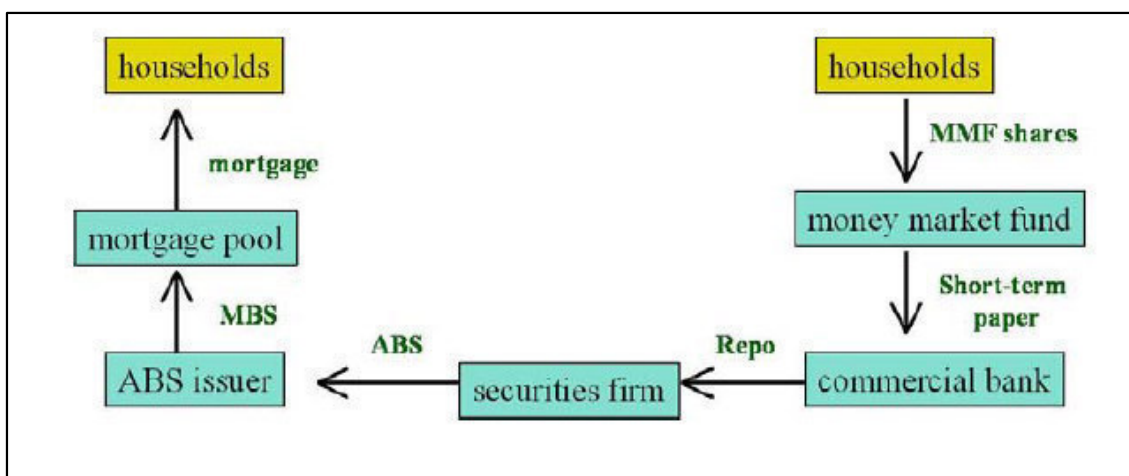


Fuente: Shin (2010)

Figura 3.4 Cadena corta de intermediación como circuito de liquidez

Una característica fundamental de las cadenas de vinculación, a las que esta tesis se referirá reiteradamente, es que conectan a los prestatarios iniciales con los acreedores finales. En concreto, deberíamos expresar mejor lo anterior manifestando que canalizan los fondos desde los prestatarios iniciales a los acreedores finales (Shin, 2010), siendo indefinido el número de intermediarios que pueden existir entre esos dos extremos.

A continuación se presenta una figura que transforma la cadena corta en una de mayor longitud, en la que puede ilustrarse cómo, entre los iniciales depositantes y prestatarios que aparecen en la Figura 3.4, se sitúan nuevos agentes, que operan con liquidez recibida que transforman en nuevo crédito. Insistimos en que en este apartado de la tesis no se pretende ilustrar un determinado proceso con estas figuras, sino introducir, aunque sea gráficamente, la complejidad que puede seguir a las iniciales operaciones de préstamos y créditos hipotecarios.



Fuente: Shin (2010)

Figura 3.5 Cadena larga de intermediación como circuito de liquidez

Debe también citarse aquí la posibilidad de conversión de carteras de activos inmobiliarios en sociedades o fondos, que pueden también formar parte de la citada cadena, de las que es posible poseer acciones o participaciones, con mayor liquidez y movilidad en mercados.

3.3.3 Alcance de la vinculación

Lo que en esta investigación entendemos por vinculación es una sucesión de operaciones, con activos inmobiliarios y activos financieros, que puede alcanzar un gran volumen económico, uniendo contractualmente a todas las partes que intervienen. Tal unión puede ser sucesivamente ampliada, incorporando nuevos riesgos y nuevos actores, operando en diferentes mercados con diferentes regulaciones y rentabilidades.

3. Sectores vinculados

Todo ello, como puede interpretarse, supone una gran complejidad, basada en una notable heterogeneidad de factores y decisores que intervienen.

La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario describe procesos con activos que incorporan riesgos, evaluables con mayor o menor solvencia profesional y ética. Dichos riesgos, inicialmente pueden estar referidos al inmueble en concreto o al deudor, aunque sus consecuencias pueden transmitirse a otros ámbitos.

El estudio de las relaciones entre ambos sectores, entendiendo la singularidad de su interacción a través de sus activos, traslada la investigación a los riesgos inherentes a sus operaciones, y a su evaluación. Existen diferentes opciones para la cobertura de dichos riesgos, pero en casos de “*default*” (error, incumplimiento, crisis), o de los denominados riesgos sistémicos, puede producirse la quiebra del sistema (por motivos económicos y de crisis de confianza), debiendo intervenir una institución, que ambiguamente podemos denominar el prestamista de última instancia.

Efectivamente, como expondremos en la tesis, un exceso en el número de operaciones, en la concentración de las mismas, o la asunción de riesgos excesivos, puede quebrar el funcionamiento de un sistema (no eficiente ya en su origen).

Se trata pues, de un recorrido, dentro de un determinado marco regulatorio, gestionado por los correspondientes individuos decisores (por cuenta propia o de otro), que desde la inicial relación procedente de una inversión o financiación puede incorporar sucesivas modificaciones acumulativas, que afectan al riesgo inicialmente previsto.

La tesis pretende demostrar, y se formaliza en una de sus hipótesis, que la vinculación entre estos dos sectores, de tanta relevancia en la economía, se produce a través del valor de los activos que participan.

La variación de esos valores es una importante fuente de riesgo y, asimismo, de mayor rigidez, que dificulta la reversibilidad de operaciones. A título de ejemplo, en diciembre de 2014, del total de 1.170.179.108 miles de euros de crédito concedido en España, de entre los que se excluyen 171.043.745 de créditos dudosos, un total de 714.355.387 correspondían a crédito hipotecario, es decir, con garantía de un bien inmueble.

A través del denominado “riesgo moral”, la sociedad debe intervenir con recursos públicos, en aras de evitar un mal mayor, incorporando un nuevo eslabón que podemos denominar como “deuda pública”. En ocasiones, las crisis derivan no solamente en un menor gasto social sino, especialmente, en una mayor deuda soberana, que es la que debe soportar el proceso de reequilibrio y sanear instituciones sistémicas.

No se trata pues del simple estudio de la financiación de inversiones con deuda hipotecaria, o de la oportuna toma de participaciones del sector financiero en el inmobiliario. Se aborda un proceso en el que puede incurrirse en riesgos excesivos, adoptados por decisores, que siempre son personas, en determinadas condiciones (liquidez, tipos de interés, fiscalidad, etc.) y que en el marco de una regulación concreta puede implicar consecuencias de gran coste, que exceden el perímetro de ambos sectores.

Todo ello, como exponemos, se desarrolla en un entorno económico con fallos de mercado, y con la potencia de la globalización que permite movilizar capitales con gran facilidad. Mercados en los que no siempre se dispone de la suficiente información para operar.

3. Sectores vinculados

La vinculación entre los dos sectores, financiero e inmobiliario, que se expone aquí, puede ser diseccionada para entender cuál es el hilo conductor presente en toda su evolución y crecimiento, que, paradójicamente, es también el que aporta fragilidad y el que dificulta que los eslabones que anclan los dos sectores puedan separarse.

Todo ello, como se verá, confirma la vulnerabilidad del sector financiero y, también, del sector inmobiliario.

3.3.4 Dos sectores operando como uno solo

No es posible afirmar que, a través de su vinculación, los dos sectores actúan como si se tratara de uno solo, “fusionados” y con unidad de gestión.

Puede, sin embargo, incorporarse implícitamente esta suposición como contraste de argumentos en la discusión de las hipótesis. Así, se intentará verificar si, a partir de esa íntima unión, puede considerarse que en su funcionamiento actúan como uno más complejo, independientemente de aspectos jurídicos que preservan la independencia de cada uno.

La supeditación en algunos aspectos de un sector a otro, o, más concretamente, entre el valor de activos financieros y el valor de activos inmobiliarios, supone que ambos valores están sincronizados, con todos los matices y coberturas que de hecho forman parte también de la equivalencia de valores. Eso supone que una parte muy importante de los balances de uno y otro sector están íntimamente interconectados a través de vasos comunicantes inversos. En definitiva, hace más vulnerables a ambos sectores, replicando uno los efectos que puedan afectar al otro. Ello limita las posibilidades estratégicas de cada sector, sus movimientos y sus fundamentales, entendiéndose que debe asumir las condiciones del otro, sea figuradamente como carga o como contrapeso.

Se trata de una regla cuyo funcionamiento parece basarse en un automatismo, según el cual cuanto más se construye, más se financia, por lo que si se sobreconstruye, se sobrefinancia. Tal afirmación puede trasladarse a otros verbos, como financiar, titular y, por supuesto, arriesgar. En el apartado dedicado al estudio de los riesgos se describe la idea de que la vinculación puede incrementar el riesgo.

3.3.5 Auges dobles

Un “auge doble” describe la situación en la que dos sectores cíclicos coinciden en su periodo de auge. En esta investigación interesan los auges dobles de los sectores inmobiliario y financiero.

Según estudios del Fondo Monetario Internacional (Zhu, 2014), durante la crisis financiera mundial, casi todos los países que experimentaron “auges dobles” en los mercados inmobiliarios y en los mercados de crédito terminaron sufriendo una crisis financiera o una fuerte caída del crecimiento del PIB. En cambio, de siete países analizados que experimentaron un auge inmobiliario pero no un auge de crédito, solo dos atravesaron crisis sistémicas.

Se pone de manifiesto, una vez más, la importancia de la vinculación entre sector financiero y sector inmobiliario. De entre los indicadores de riesgo potencial de ciclos de auge y posterior declive, uno de los que más señales aporta, con mucha anticipación, es el crecimiento del crédito.

3. Sectores vinculados

Se ha citado ya el alto porcentaje que supone el crédito hipotecario respecto del total de crédito concedido en España, lo que unido a las altas cifras del mismo debe entenderse desde su correlación con la fase de auge del ciclo inmobiliario.

Según Zhu (2014), *“Los auges inmobiliarios que tienen un ‘mal’ desenlace poseen una característica que los distingue: la coincidencia del auge inmobiliario con el rápido aumento del apalancamiento y la exposición de los hogares y los intermediarios financieros”*.

3.4 Vinculación excesiva

La función financiera debe proveer de recursos a inversiones públicas o privadas. Esta financiación puede provenir de recursos propios o ajenos.

Gestionar recursos ajenos para destinarlos a inversiones, implica solicitarlos a las entidades crediticias que gestionan fondos obtenidos de otras fuentes. Las entidades crediticias obtienen sus recursos de sus accionistas, a través de capital o beneficios no distribuidos, de los clientes, a través de sus depósitos, o recurriendo a deuda mayorista.

Se trata de una cadena de financiación en la que:

- Quien recibe fondos debe poder devolverlos.
- Está en juego la solvencia de la entidad crediticia que gestiona esos fondos recibidos y su destino.
- Deben evaluarse los riesgos que se asumen, o las consecuencias de esos riesgos, que se gestionan libremente dentro de una determinada legalidad.
- Debe velarse por los intereses de todos los participantes, incluso protegiéndolos de riesgos superiores a los que hubieran accedido individualmente. Es decir, deben gestionarse los créditos teniendo en consideración:

A quienes han aportado los recursos:

Accionistas

Clientes depositantes

A quienes indirectamente pueden verse afectados:

Por los problemas causados a quienes aportaron fondos

A la propia entidad y a sus colaboradores, empleados, proveedores, etc.

Asumir riesgos es consustancial a todo negocio, y no es fácil evaluarlos, ni determinar cuál es la correcta decisión al respecto, dentro de un entorno en el que deben obtenerse beneficios.

3. Sectores vinculados

Es preciso dotar a la actividad de financiar de métodos basados en la prudencia, de un estudio de riesgos riguroso, de diversificación de riesgos y de una adecuada rentabilidad. Todo esto debe referirse a:

- Inversión.
- Financiación.
- Concentración respecto a diversificación.
- Prociclicidad.

En última instancia, se trata de gestión de recursos y, por tanto, de toma de decisiones.

La investigación plantea que existen límites, en lo que se refiere a la vinculación entre sectores, a partir de los que ésta puede ser considerada excesiva.

Este exceso de vinculación puede producir en algunos casos una situación de irreversibilidad, o gran dificultad en la separación de eslabones de la cadena entre activos financieros e inmobiliarios, que limita las alternativas de gestión.

Es decir, el exceso de vinculación puede ocasionar una dificultad añadida en la gestión o, incluso, la imposibilidad de ser aminorada con la misma facilidad o rapidez con que fue generada.

Capítulo 4

Marco teórico y de referencia

4. Marco teórico y de referencia

4.1 El mercado eficiente

4.1.1 La hipótesis del mercado eficiente

La “hipótesis del mercado eficiente”, propuesta por Eugene Fama (1970), definió un mercado de capitales eficiente como un mercado en el que el precio de los títulos refleja completamente toda la información disponible (Aragónés y Mascareñas, 1994).

El artículo que Fama publicó en 1970 en *The Journal of Finance* con el título “*Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work*” es uno de los más citados en economía financiera. Para muchos, este artículo supone el origen de la teoría financiera moderna.

Según su razonamiento, un mercado eficiente, en el que todos los participantes están buscando el máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su precio teórico o intrínseco (Aragónés y Mascareñas, 1994).

Dicho de otra forma, los precios de los títulos que se negocian en los mercados financieros eficientes reflejan toda la información disponible, ajustando total y rápidamente la nueva información.

Siguiendo a Aragónés y Mascareñas (1994), si el mercado es eficiente, las múltiples estimaciones del valor de un activo financiero deberán oscilar de forma aleatoria alrededor de su verdadero valor intrínseco. Por tanto, todos los inversores tienen las mismas probabilidades de ganar o perder, por lo que se trata de un mercado muy competitivo.

Si la nueva información fuera predecible antes de que se produjera, tal predicción formaría parte de la información actual. Por tanto, las alteraciones en los precios reflejarán precisamente lo impredecible. Ello hace que la serie de cambios en los precios sea de tipo aleatorio, más concretamente se dice que siguen un “recorrido aleatorio” (“*random walk*”).

En definitiva, el “recorrido aleatorio” transmite la idea de que las cotizaciones bursátiles son totalmente impredecibles, por lo que es imposible anticiparlas.

Se suele criticar la idea de que el precio de un título refleja toda la información, argumentando que “los precios suben y bajan” incesantemente. Pero, como señalan Richard Brealey y Stewart Myers (1988), los precios no reflejarían el valor correcto si no subiesen y bajasen, dado que el futuro es incierto.

4. Marco teórico y de referencia

Se ha criticado también la idea de recorrido aleatorio, pues se asocia a irracionalidad. Nuevamente, atendiendo a lo que exponen Brealey y Myers (1988), los precios de los títulos son aleatorios, porque “*los inversores son racionales y se mueven en un ambiente de competencia*”.

En resumen, a pesar de lo teórico de muchos de sus planteamientos, que no se ven refrendados en la realidad de los sectores financiero e inmobiliario, la eficiencia del mercado puede considerarse una situación positiva, pues eso significa que “*está funcionando bien y que los precios son justos*” (Brealey y Myers, 1988).

Se trata de un tema de gran interés en esta tesis, pues relaciona valor con información, aspecto que remite al funcionamiento de algunos mercados y a la configuración de algunos activos de inversión especialmente opacos.

Tal situación deseable, relacionada con la eficiencia, puede complementarse con la equidad en los mercados.

Suelen contraponerse dos criterios, que no siempre pueden ser coincidentes: eficiencia y equidad. El criterio de eficiencia no permite mejorar la posición de un individuo sin perjudicar la de otro. El criterio de equidad no permite redistribuir bienestar individual sin perjudicar el colectivo. En ocasiones debe escogerse entre uno u otro criterio.

Como exponen Krugman, Olney y Wells (2008), en su obra *Fundamentos de economía*, cuando se trata de eficiencia y equidad, la una se obtiene a costa de la otra, pues las políticas que fomentan la equidad a menudo tienen un coste en términos de eficiencia, y viceversa. Los mismos autores manifiestan que lo importante es utilizar de la forma más eficiente posible los recursos de la economía en favor de los objetivos de la sociedad, cualesquiera que sean dichos objetivos.

4.1.2 Ideas a favor y en contra de la eficiencia de los mercados

La hipótesis del mercado eficiente considera que los mercados tienden a alcanzar el equilibrio y autorregularse. Ello está relacionado con el supuesto de la conducta racional de los agentes económicos (es decir, no contempla las oportunas consideraciones puestas de relieve por las finanzas conductistas).

La literatura académica se ha dividido, con opiniones a favor y en contra, respecto a la hipótesis del mercado eficiente.

Quienes defienden la eficiencia en los mercados financieros consideran que constituyen un mecanismo óptimo para la asignación de recursos. Implícitamente supone que toda intervención del gobierno puede afectar negativamente a su funcionamiento y equilibrio. Entre quienes la defienden están Fama (1970), y por ejemplo Burton Gordon Malkiel, autor del clásico libro “Un paseo aleatorio por Wall Street” (*A random walk down Wall Street*, Malkiel, 1999).

Entre otros argumentos de esta teoría, destaca especialmente su defensa de la desregulación de los mercados financieros, atendiendo a que éstos funcionan mejor cuanto menos regulados están, o dicho de otra manera, los mercados financieros se autorregulan.

Quienes están en desacuerdo con la teoría de los mercados eficientes defienden la intervención del gobierno a través de la regulación, que consideran imprescindible. Entre quienes manifiestan

4. Marco teórico y de referencia

su oposición a esta teoría merecen ser destacados Grossman y Stiglitz (1980) con su artículo “*On the impossibility of informationally efficient markets*”.

Esta postura contraria recomienda la intervención estatal y regulatoria, para evitar burbujas financieras, o aminorarlas si éstas se desarrollan.

Tiene interés, en esta tesis, reflexionar acerca de la frase que se reproduce literalmente a continuación, transcrita de Paul Krugman (2009), en la que manifiesta que la fuente de información, para tomar determinada decisión, puede ser errónea: “*De hecho, los compradores de casas comparan concienzudamente el precio de su compra potencial con los precios de otras casas. Pero eso no dice nada sobre si el precio en general de las casas está justificado*”.

4.1.3 Las tres formas de eficiencia

Harry Roberts, de la Universidad de Chicago, describió tres formas o niveles de eficiencia, posteriormente adoptados por Fama (1970), atendiendo a tres posibles tipos de información (Roberts, 1967):

- Los precios históricos.
- La información pública
- La totalidad de toda la información disponible, sea pública o privada.

Brealey y Myers (1988) en sus referencias al mercado eficiente presentan las tres formas que puede adoptar, según el estudio de Harry Roberts, que se resumen a continuación:

- Forma débil de eficiencia. Caso en el que los precios reflejan toda la información de los precios pasados.
- Forma semifuerte de eficiencia. Los precios reflejan los precios pasados y también toda la información publicada.
- Forma fuerte de eficiencia. Los precios reflejan, no solamente la información pública, sino también la adquirida por “*concienzudos análisis fundamentales de la empresa y la economía*” (expresión literal de Brealey y Myers, 1988).

La forma fuerte de eficiencia supondría que ningún inversor dispone de mejor información que otro, por lo que los precios serían siempre justos. Pero la realidad no confirma esto, con lo cual la teoría puede ser puesta en cuestión o pueden existir otros elementos que también influyen.

4.1.4 Las lecciones de los mercados eficientes

Brealey y Myers (1988), en su obra *Fundamentos de financiación empresarial*, exponen las seis lecciones de la eficiencia del mercado, que resumidamente se presentan a continuación.

- *Los mercados no tienen memoria.* Indica que la secuencia de cambio de precios en el pasado no contiene información acerca del cambio de precios en el futuro.

4. Marco teórico y de referencia

- *Confíe en los precios de mercado.* Si el mercado es eficiente los precios recogen toda la información disponible sobre el valor de cada título. Ello, implícitamente, significa que no hay manera de conseguir tasas de rendimiento altas y continuadas.
- *No hay ilusiones financieras.* Esta afirmación puede ser negada por quienes manipulan o han manipulado resultados contables (el caso de la empresa norteamericana Enron es especialmente ilustrativo al respecto).
- *La alternativa de hacerlo uno mismo.* Expone que, en un mercado eficiente, ningún inversor pagará a otra persona para hacer aquello que puede hacer por sí mismo. Un ejemplo que suele mencionarse habitualmente, hace referencia al destino que puede dar una empresa a sus beneficios retenidos para invertir en otra empresa y diversificarse, cuando podría hacerlo el propio accionista si recibiera esos fondos en forma de dividendos con los que también conseguiría diversificar su inversión.
- *Vista una acción, vistas todas.* Los títulos son atractivos por su rentabilidad y riesgo, no por sus cualidades singulares.
- *Leer las entrañas del mercado.* Si en un mercado eficiente los precios reflejan toda la información, debemos aprender a “leer las entrañas” a través de los precios de los títulos. Los índices de la bolsa son, en algunos aspectos, unos indicadores avanzados.

4.1.5 Louis Bachelier

Esta tesis desea reivindicar la figura de Louis Bachelier, economista y matemático a quien se puede atribuir una gran participación en el origen de las ideas que inspiran la hipótesis del mercado eficiente a través de su tesis doctoral, dirigida en el año 1900 por el ilustre matemático Henry Poincaré.

Su tesis, *Théorie de la spéculation* (Bachelier, 1900), en la que se analiza el mercado de opciones de la Bolsa de París, consideró el movimiento browniano (geométrico y no exponencial), que a través de la modelización de precios permitía que éstos fueran negativos.

La posibilidad de considerar como hipótesis un mercado en el que las acciones pudieran cotizar en negativo la propuso Bachelier en un entorno de interés cero.

Posteriormente, la posible existencia de precios negativos se demostró errónea, sin embargo sus ideas han sido el pilar de importantes avances financieros, entre los que también debe citarse su contribución al campo de las opciones reales (“*real options*”).

Puede también atribuirse la teoría moderna sobre los movimientos de precios en la bolsa a Louis Bachelier, quien en su tesis doctoral expuso cómo, atendiendo a determinadas hipótesis, esos movimientos son del tipo “recorrido aleatorio” (“*random walk*”).

La idea según la cual “*no se puede ganar especulando en la bolsa*” (Bachelier, 1900), excepto si se dispone de información privilegiada, se considera acertada por un gran número de académicos financieros.

4. Marco teórico y de referencia

4.2 Fallos de mercado

4.2.1 Introducción

Dado que a lo largo de esta investigación se alude a términos y conceptos de los que tal vez es precisa una definición previa, en este apartado se describe todo aquello que se considera relevante acerca de los denominados fallos de mercado, relacionados con la eficiencia del mismo, para su incorporación al marco de referencial.

La existencia de los denominados fallos de mercado, como pueden ser la información asimétrica, los bienes públicos y las externalidades, ha tenido una gran incidencia en las entidades de crédito, hasta el punto de requerir, en algunos casos y algunas regiones geográficas, la intervención de organismos públicos.

Dicha intervención no ha sido tanto de control de precios o cantidades, como usualmente se interviene macroeconómicamente (Saurina Salas, 2002), sino pretendiendo influir en aspectos macroprudenciales, como son la correcta valoración de activos, la provisión de activos, la exigencia de recursos propios suficientes para hacer frente a los riesgos inesperados, y la insistencia en la necesidad de un adecuado control y medición de los riesgos bancarios. Así lo expresaba Saurina Salas (2002) en su artículo “Solvencia bancaria, riesgo de crédito y regulación pública”, en el que expuso que los *“fallos de mercado presentes en el sector bancario, con sus potencialmente graves consecuencias para el conjunto de una economía, hacen necesaria su regulación pública”*. En el texto citado se argumenta la necesidad del *“funcionamiento de la provisión estadística para insolvencias, recientemente creada por el Banco de España, y su utilidad como instrumento para una adecuada regulación pública de las entidades de depósito”*. Tal necesidad la justificó para *“atemperar el impacto que los ciclos financieros tienen sobre el ciclo real de la economía”*.

Como muestran la evolución que el propio sistema financiero español ha tenido y la evolución de la economía real con posterioridad al año 2002, en que se publicaba este artículo, sus recomendaciones no fueron suficientemente atendidas o su ejecución no dio los resultados esperados.

Se puede deducir, a la vista de lo previsto y expuesto en el artículo citado, y de lo acontecido posteriormente, que el funcionamiento de los mercados financiero e inmobiliario o, si se prefiere, de los sectores financiero e inmobiliario, no ha respondido a lo que expone Saurina Salas (2002). Se nombran conceptos que entendemos de gran importancia, como son la valoración de activos, su provisión, recursos propios suficientes para atenuar riesgos inesperados, control y medición de riesgos. Se trata de propuestas que aparecen repetidamente en esta investigación, aplicables a diferentes periodos y regiones, lo que hace suponer, a la vista de los hechos acaecidos desde el año 2002, que no es fácil atenderlas adecuadamente.

En el citado texto se nombran los ciclos financieros, pero no menciona los ciclos inmobiliarios que, como se expone en esta tesis, no suelen abordarse macroeconómicamente (Leamer, 2007) a pesar de su gran importancia e influencia.

4. Marco teórico y de referencia

4.2.2 El concepto de fallos de mercado

Por fallos de mercado entendemos aquellas situaciones en las que un mercado no es eficiente, es decir, en las que no organiza eficientemente la producción o la asignación de los bienes y servicios a los consumidores.

Como se ha expuesto en el apartado correspondiente, la hipótesis del mercado eficiente, propuesta por Eugene Fama (1970), sostiene que los mercados financieros valoran los activos en su preciso valor intrínseco con toda la información públicamente disponible. Se entiende, pues, que un mercado es eficiente si la competencia entre los distintos participantes que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que el precio de mercado de cualquier título constituye una buena estimación de su precio teórico o intrínseco (Aragónés y Mascareñas, 1994).

La eficiencia del mercado no deja de ser una condición deseable, aunque no se produce en los mercados financiero e inmobiliario, en los que es posible detectar diferentes fallos de mercado, especialmente los que afectan a la disponibilidad y calidad de la información.

4.2.3 Tipos de fallos de mercado

Un fallo de mercado es una situación en la que un determinado mercado no organiza eficientemente la producción o la asignación de los bienes y servicios a los consumidores.

La incapacidad o la dificultad de asignar los recursos de manera eficiente, según lo descrito antes, puede tener su origen en tres distintos tipos o causas de fallos de mercado (Freixas, 1990):

- los fenómenos originados por una estructura de mercado no competitiva,
- la ausencia de mercado,
- la información imperfecta.

Seguindo a Freixas (1990), se presentan aquí, resumidamente, las tres causas citadas.

El primer caso, definido como una estructura de mercado no competitiva, supone ineficiencias en la asignación de recursos. Es el caso de oligopolios o monopolios, ya sea por la existencia de barreras de entrada o de economías de escala en un sector. Se trata de una situación muy tratada en la literatura, que ha sido objeto de regulación en muchos casos.

La denominada “ausencia de mercado” se corresponde con la existencia de externalidades. La limitación de derechos de propiedad o las regulaciones que ordenan la entrada de nuevos competidores dificultan la existencia de mercados, o hacen que éstos sean muy estrechos. Ejemplos de externalidades, positivas o negativas, pueden ser los impuestos, las subvenciones, los bienes públicos, o los perjuicios que puede sufrir un agente por la actividad de otro no relacionado con él.

Por último, la disponibilidad de información tiene una importancia capital en la posible eficiencia del mercado. La teoría de la información asimétrica, a la que nos referiremos de forma continuada, se relaciona con dos tipos de situaciones que afectan el comportamiento de

4. Marco teórico y de referencia

los agentes en un mercado competitivo: la selección adversa (“*adverse selection*”) y el riesgo moral (“*moral hazard*”).

En un caso de **selección adversa**, un agente no informado opera con agentes que sí disponen de información, lo que deviene en un claro desequilibrio, que puede derivar en la desaparición de ese mercado por falta de transacciones.

La situación de **riesgo moral** aparece cuando un agente puede influir en una variable que afecta al beneficio de otra parte y que no es controlable por ésta última.

Ambos casos, están también relacionados con la **teoría de agencia**.

Como se ha expuesto anteriormente, el modelo que en esta tesis permitirá analizar las consecuencias de la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario es el que define la hipótesis del mercado eficiente. Sin duda, uno de los elementos que define un mercado eficiente es la disponibilidad de información y la rápida incorporación de ésta al valor de los activos, entendido éste como valor actual de las expectativas de flujos de fondos futuros.

En este sentido, puede introducirse la asimetría informativa como fallo que provoca ineficiencia y que, en gran número de operaciones, atendiendo al objeto de esta investigación, está presente a través de la vinculación entre los sectores que aquí se estudian.

A los efectos de esta tesis, y considerando los demás fallos de mercado muy relacionados, se va a centrar el análisis en la descripción y los efectos de la “asimetría de la información”, y en la denominada “teoría de agencia”, en tanto que abarca los tratos y contratos entre partes. Para ello, se presenta una descripción y definición de algunos de los términos económicos que se han introducido.

4.2.4 Asimetría de la información

Se entiende por información asimétrica, o asimetría de la información, aquella situación en la que una de las partes, en determinada operación o trato, no tiene la misma información que la otra parte en lo concerniente a ese acto. O, dicho de otra manera, cuando una de las partes dispone de más información relevante que la otra parte.

Esta información asimétrica puede producir un fallo de mercado, lo que proporciona un resultado económico ineficiente.

De alguna manera se plantea la dicotomía entre información asimétrica respecto a transparencia.

El estudio de los mercados con información asimétrica es de gran importancia, en la teoría económica y en el desarrollo de esta tesis. Por sus trabajos en este ámbito de investigación, los economistas Joseph Stiglitz, George Akerlof y Michael Spence recibieron el Premio Nobel de Economía en el año 2001.

Otros investigadores, entre los que debemos destacar aquí a Kenneth J. Arrow (1963) y a James Mirrlees (1971), cuyos artículos se citan en adelante, han estudiado también el alcance de la información asimétrica.

La información asimétrica genera incertidumbre, en tanto que afecta directamente a la disponibilidad de información.

4. Marco teórico y de referencia

En una relación comercial, por ejemplo, la asimetría de la información refleja que el vendedor de un producto tiene más información de su calidad que el comprador, siendo ejemplos habituales los que describen la actuación de un vendedor de coches usados, o la de compradores profesionales de inmuebles de una herencia familiar.

Se trata de una situación descrita por Kenneth J. Arrow (1963) en su muy relevante artículo “La incertidumbre y la economía del bienestar de la Atención Médica” (“*Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*”). George Akerlof (1970) adoptó el término de la información asimétrica en su artículo “*The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*”. Akerlof (1970) expone que, en dicho mercado, en el que por “lemons” debemos entender “productos defectuosos”, el valor medio del producto tiende a bajar, incluso para aquellos de más calidad, porque el comprador no puede saber si ese producto es realmente un “lemon”.

Trasladando el concepto a otros ámbitos, puede afirmarse que un empleado o profesional conoce más de sus verdaderas habilidades que su patrón o su cliente. Lo mismo puede inferirse entre el conocimiento que tienen de una empresa sus directivos, que son los que toman decisiones, respecto del que tienen los accionistas.

En el sector financiero, presente en todo este trabajo, el prestatario sabe más sobre su solvencia que el prestamista, así como también los clientes de las entidades aseguradoras conocen mejor su riesgo particular que aquéllas.

En los contratos financieros, de crédito o préstamos, la asimetría incide especialmente en el hecho de que el acreedor no dispone de toda la información acerca del uso que el deudor dará a los fondos objeto del crédito. Ello provoca que, dado que los prestamistas son conocedores de su desventaja, ante la falta de mejor información incrementen el tipo de interés en relación con el riesgo estimado, o simplemente desestimen la operación.

De todo lo tratado anteriormente, puede concluirse que, al existir información asimétrica y siendo conscientes de ello quienes participan en determinada relación, se modifican las condiciones normales del mercado o los tratos que se producen en ese entorno. Así, por ejemplo, una de las consecuencias posibles, y sin duda contrarias al correcto funcionamiento del mercado, se da cuando los productos de baja calidad expulsan del mercado a los de mejor calidad, en lo que se conoce como “selección adversa” (Akerlof, 1970).

La información asimétrica afecta en gran medida a diferentes factores de mercado como la valoración de los activos y sus métodos de cálculo, la eficiencia del mercado de capitales o la estructura de capital de una empresa (Del Brío, 1999).

Asimismo, como factores que conectan la teoría financiera con los fallos de la información asimétrica se han citado (Del Brío, 1999) la racionalidad limitada, la incertidumbre, los precios de equilibrio y la discrecionalidad de los directivos. Para lo que se proponen acciones basadas en la reputación, estandarización o la señalización que más adelante se describe, así como mecanismos de control, sistemas de incentivos y, especialmente, regulación.

Consecuencias de la asimetría informativa

4. Marco teórico y de referencia

Las principales consecuencias de los problemas de asimetrías de información son determinados comportamientos, que pueden aparecer ex-ante, como es el caso de la selección adversa, o ex-post, como sucede en el caso del riesgo moral.

La **selección adversa** aparece al tomarse una decisión o adoptarse un acuerdo diferente al que se habría desarrollado si la información hubiese sido simétrica.

El **riesgo moral** ocurre cuando la parte con más información tiene un incentivo para comportarse inadecuadamente desde la perspectiva de la parte con menos información.

A efectos de ajuste de las situaciones citadas, se describen también dos procesos que han sido ampliamente estudiados en la literatura: la señalización y el denominado “*screening*”.

La señalización, “*signaling*”, se refiere a las acciones observables tomadas por un agente económico para convencer a la parte opuesta del valor o calidad de sus productos (o de su riesgo). También en este caso una de las partes dispone de más información que la otra. Hay estudios (Spence, 1973) que demuestran cómo los agentes en un mercado pueden usar la señalización para contrarrestar la selección adversa.

El denominado “*screening*” supone un ajuste de los agentes peor informados (Rothschild y Stiglitz, 1976).

4.2.5 Selección adversa

La información asimétrica, ex-ante, puede ser causa de la denominada “selección adversa” que Akerlof (1970) denominó “efecto de selección adversa o antiselección”.

Esta expresión describe aquellas situaciones de “oportunismo precontractual” en las que la parte que dispone de menos información, al no ser capaz de discernir entre la buena o mala calidad de la oferta que recibe y que proviene de la otra parte, supone que es la peor de entre las dos opciones. Akerlof recomienda la intervención del gobierno para solucionar este tipo de problema.

Aunque fue planteada por Akerlof (1970), puede considerarse deudora de la Ley de Gresham, formulada en Inglaterra para explicar cómo la adulteración de la composición en oro de las monedas ocasionó que éstas fueran rechazadas por el público.

Este tipo de información asimétrica, a través de la “selección adversa”, puede comportar que los productos de buena calidad y sus agentes sean expulsados o desaparezcan del mercado, quedando solamente los de mala calidad.

El ejemplo más usado para explicarlo es el de los vendedores de automóviles usados. Se trata de un mercado en el que existe una gran asimetría de información entre vendedores y compradores, dado que los primeros conocen el estado de los vehículos, mientras que los segundos no tienen la misma información. Se da por supuesto que en el mercado hay vehículos en buen estado y vehículos en mal estado, pero el comprador no siempre puede distinguir unos de otros. Los vendedores de los vehículos buenos esperan recibir un mejor precio, sabedores de la ventaja de su oferta respecto de la de peor calidad. Sin embargo, los compradores solamente están dispuestos a pagar un precio promedio del mercado, ante su desconocimiento de todo lo necesario del producto. Ello significa que el precio que pagarían los compradores por vehículos

4. Marco teórico y de referencia

en buen estado, calificación que desconocen, es inferior al que espera recibir el vendedor de esos vehículos buenos, por lo que éstos retiran su oferta del mercado.

De todo ese proceso, el resultado es que en el mercado solamente quedan los vehículos malos, lo que a su vez provoca que los compradores no deseen realizar transacciones en el mercado, que acaba desapareciendo.

En definitiva, la selección adversa, que proviene de una asimetría de la información, provoca cambios en el comportamiento de una de las partes, lo que puede originar un deterioro de ese mercado, o ese sector, hasta provocar incluso su desaparición por falta de operaciones.

Sin confianza, los decisores adoptan posturas mucho más prudentes (en el ejemplo anterior promediando el valor entre buena y mala calidad, a efectos de reducir riesgos), lo que en sí es una manera de operar ineficiente.

Trasladando el concepto a términos financieros, puede entenderse que la oferta de mayor riesgo expulsa del mercado a la de menor riesgo, debido a la mayor prima que es preciso pagar por la oferta buena.

La selección adversa aparece antes de que se produzca la operación a la que afecta. Así, por ejemplo, determinados agentes que solicitan financiación, en forma de préstamos o créditos, pueden suponer un alto riesgo de crédito, es decir de incumplimiento, razón por la que tal vez estén dispuestos a asumir mayores tipos de interés. Ello puede ser causa de una mala decisión por parte de la entidad crediticia, que con la información de que dispone no siempre puede discernir acerca de la mejor calidad del crédito.

Derivada de la selección adversa, la opción de pagar un precio promedio ante la dificultad de discernir entre la buena y la mala calidad de la oferta, introduce el tema de los “riesgos compartidos”, susceptible de ser tratado en apartado específico dedicado al riesgo.

4.2.6 Riesgo moral

Con la expresión “riesgo moral” (*“moral hazard”*) se describe la probabilidad de que una parte excesivamente protegida del riesgo propio, se comporte de forma diferente a como lo haría si estuviera completamente expuesta a ese mismo riesgo (Hölmstrom, 1979; Mirrlees, 1999).

Se trata de un tipo de oportunismo poscontractual, que se produce porque un individuo o institución no asume completamente todas las consecuencias y responsabilidades de sus actos (riesgo propio), y, por tanto, tiene una tendencia a actuar de forma más arriesgada que en el escenario alternativo, “obligando” a que la otra parte soporte alguna responsabilidad por las consecuencias de sus propios actos.

El riesgo moral es un caso especial de asimetría informativa, ex-post, situación en la que en una transacción una parte tiene más información que otra. La parte que está protegida del riesgo posee generalmente mayor información acerca de sus acciones e intenciones, que la que responde de las consecuencias negativas del riesgo. En definitiva, el riesgo moral ocurre cuando la parte mejor informada tiene un incentivo para comportarse inadecuadamente desde la perspectiva de la parte más desinformada.

El riesgo moral siempre tiene el mismo patrón: quien toma la decisión no es quien finalmente sufraga o sufre las consecuencias de la misma, beneficiándose, en cambio, de los réditos de su

4. Marco teórico y de referencia

acción dentro del contexto en el que los efectúa.

Se trata de una actitud que puede generar una riqueza en tiempo presente, al precio de unos compromisos futuros en los que no se detecta ningún riesgo, o no se evalúan. Esta situación se complementa con la teoría de agencia, según la cual quienes gestionan el presente y sus beneficios pueden estar descomprometidos con las consecuencias para quienes deben afrontar el futuro.

El riesgo puede ser proporcional a la efectividad de los mecanismos regulatorios y de control. Asimismo, incentivos que se han entendido como “perversos” en algunos casos pueden contribuir a que se desarrollen determinados comportamientos respecto a los riesgos asumibles.

4.2.7 Teoría de agencia

La asimetría de la información se produce de forma notable en la denominada “teoría de agencia” o relación agente-principal.

En la relación de agencia, una parte, llamada agente, actúa por cuenta de otra, llamada principal. El agente tiene usualmente más información acerca de sus acciones e intenciones que el principal, quien no puede vigilar completamente a aquél.

Las divergencias que pueden existir entre los intereses del agente y el principal son causa de los denominados problemas de agencia (Eisenhardt, 1989). El agente puede tener un incentivo para actuar incorrectamente, desde el punto de vista del principal, si los intereses del agente y del principal no coinciden.

En el ámbito económico y empresarial, los dos conflictos más habituales, en la relación agente y principal son los que pueden darse entre la propiedad de una organización y entre quienes la gestionan, y los que pueden darse entre una organización y sus acreedores (Rivera Godoy, 2002). En definitiva, se trata de conflictos entre quienes aportan los recursos y quienes los gestionan.

En el primer caso, los directivos de una organización pueden estar motivados a actuar en su propio interés en lugar de hacerlo en el de los accionistas. En el segundo, el prestamista dedica recursos a una organización esperando recibir unos intereses periódicos y la devolución del principal, pero el destino de esa financiación es finalmente decidido por los directivos de la organización.

Merece ser comentado aquí que, en el caso de las instituciones de crédito la principal fuente de recursos es la suma de los depósitos de los clientes, que son gestionados por quienes dirigen dichas organizaciones.

Atendiendo al objeto de esta investigación, entre los sectores financiero e inmobiliario existe constantemente la relación agente-principal. Sin embargo, cuando ambos sectores están excesivamente vinculados pueden comportarse de forma ambivalente.

Asimismo, como se expondrá en el desarrollo de la tesis, quien concede créditos asumirá más riesgos si puede trasladarlos a otro agente o si dispone de algún tipo de red de seguridad, que si sabe que inevitablemente deberá asumirlos dentro de su balance. Como se describirá en otros apartados, en un gran número de ocasiones esa hipotética red de seguridad, a través del riesgo moral, ha supuesto la aplicación de fondos públicos.

4. Marco teórico y de referencia

Por otro lado, si un deudor consigue un préstamo fácilmente sabiendo que es posible evadirse de la obligación de devolver los fondos, se comportará de manera diferente que en el caso de que con certeza pueda perder parte de su patrimonio.

La dificultad en determinar quiénes “sobreutilizan” un servicio o quiénes se benefician del mismo desequilibradamente implica que el sistema se autorregula trasladando el exceso de costes a todos los implicados, tanto aquellos que siguen un comportamiento correcto como quienes no lo hacen.

Es decir, el exceso de riesgo de unos es sufragado por todos, como mal menor en beneficio de restablecer el equilibrio de un sistema. Conocer estos mecanismos permite apurar las coberturas implícitas de un sistema de forma ventajosa, o incluso ventajista, creando en ocasiones incentivos perversos que influyen en la toma de decisiones.

4.2.8 Signaling y screening

Para combatir los problemas derivados de la selección adversa existen diferentes herramientas. Además de la intervención del gobierno, o del *screening*, que se describe más adelante, puede disponerse de garantías, certificados, o demás avales, que tengan valor para otros.

El *signaling*, o señalización, describe las señales que emiten los agentes afectados por la información asimétrica, para distinguirse y no compartir los costes de la parte con menor calidad.

El *screening* es un mecanismo que permite eliminar o reducir la selección adversa que se produce al no poder distinguir un tipo u otro de “calidad”.

A diferencia del *signaling*, en el que el agente informado actúa primero, el “*screeener*” es el agente con menor información, que desea corregir su asimetría aprendiendo de la otra parte en la relación que mantienen.

El concepto fue analizado formalmente por Mirrlees (1971) y finalmente desarrollado por Michael Spence (1973), que propuso el término *screening*.

Siguiendo los términos expuestos en la teoría de agencia, quien propone un trato es el principal, pero quien dispone de información antes de concretarse ese mismo trato es el agente. Por ello, las condiciones del acuerdo deben incentivar al agente a revelar esa información de valor.

Como ejemplo habitual de procesos de *screening* se suele citar el de las entidades financieras preguntando a futuros prestatarios acerca de su situación financiera, su estabilidad laboral, el destino del préstamo, etc. O los procesos de selección de nuevos empleados, en los que la entrevista inicial permite conocer muchos aspectos de la persona candidata.

4.2.9 Costes de información y costes de transacción

El concepto de costes de transacción aparece en 1937 en el artículo de Ronald Coase “*The Nature of the Firm*”. Debe sin embargo citarse a Oliver E. Williamson, Premio Nobel de Economía en 2009, pues desarrolló notablemente esta idea.

Williamson (1975 y 1985) propone que toda transacción económica genera costes previos a su efectiva realización. Ejemplos de estos costes pueden ser los que se derivan de la búsqueda de

4. Marco teórico y de referencia

información, los que provienen de los propios fallos del mercado, o los que deben asumirse en prevención del oportunismo de otros agentes.

En última instancia, todos los costes de transacción son costes de información. Pero no todos los costes de información son costes de transacción.

4.3 El sector inmobiliario

4.3.1 Introducción

Por su gran importancia y por la influencia que tiene en el resto de la economía, el sector inmobiliario ha sido objeto de gran interés en la investigación. En la literatura académica se ha estudiado mucho este sector desde diferentes planteamientos, presentándose aquí una somera descripción. Sin embargo, no ha sido muy estudiado desde la perspectiva macroeconómica, es decir, relacionándolo explícitamente con el resto de políticas económicas, siendo patente la poca dedicación que le han dispensado los tratados de macroeconomía (Leamer, 2007).

Dentro de la exposición, a título de marco de referencia para esta investigación, debe hacerse hincapié en la importancia que el componente del valor de los activos inmobiliarios encierra en sí mismo y en sus relaciones con el de otros activos, y la gran complejidad que supone su determinación.

Por un lado, el valor del inmueble está sujeto a la oferta y la demanda, y a la influencia del entorno socioeconómico dentro del ciclo del sector. Por otro lado, sus componentes se comportan de manera desigual, como es el caso del suelo, que puede incrementar su valor con el paso del tiempo o el uso que de él se haga, a diferencia de la construcción, que se deprecia con el mismo paso del tiempo según sea su mantenimiento.

4.3.2 Descripción del sector inmobiliario

El sector inmobiliario tiene una gran importancia en la economía y, en concreto, en la de cada país, tanto directamente como a través de las áreas relacionadas con el mismo: sector de la construcción, financiación, tasación, servicios profesionales, etc. Esta influencia se traslada al mercado de trabajo, fundamentalmente a través del sector de la construcción, así como a la política monetaria, a través de los mercados hipotecarios.

La composición del sector inmobiliario es amplia debido a las diferentes tipologías existentes de inmuebles o al uso de los mismos. Asimismo, puede referirse a los participantes del mercado inmobiliario, como pueden ser familias (fundamentalmente propietarias o arrendatarias de viviendas), empresas no financieras o, incluso, empresas del sector financiero. Por último, cabe mencionar el doble ámbito de operaciones de este sector, directamente o indirectamente, como mercado local y al mismo tiempo global (Case, Goetzmann y Rouwenhorst, 2000).

4. Marco teórico y de referencia

Como se verá a lo largo de este trabajo, los activos inmobiliarios, o bienes inmuebles, desde una perspectiva económica tienen una doble consideración como objeto de inversión y también como garantía real de financiación.

Asimismo, funcionalmente, un bien inmobiliario puede ser dividido entre propiedad y ocupación, “*pudiendo darse los casos de propiedad y ocupación, propiedad sin ocupación u ocupación sin propiedad*” (Goodall, 1977).

En relación con el objetivo de esta tesis, interesa conocer la naturaleza y características del sector inmobiliario para el estudio de su vinculación con el sector financiero, sea como objeto de inversión o riqueza, o a través del carácter de garantía que puede tener un inmueble en una operación de crédito.

Tal como se ha expuesto en la Introducción, y sin que ello afecte a la presente descripción, la investigación de la tesis se orienta al estudio de la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, atendida la función de los bienes inmuebles como garantía hipotecaria. Debe mencionarse el hecho de que en España el crédito hipotecario ha supuesto alrededor del 60% del total de crédito concedido por las entidades financieras.

Los bienes inmuebles, a diferencia de los bienes muebles (ambos tangibles que pueden utilizarse como garantías, facilitando la disponibilidad de financiación externa), son aquellos que no pueden moverse ni ser trasladados a otra ubicación sin modificar su estado. Ello deja fiel constancia de la gran importancia que tiene la ubicación, representada usualmente por el suelo, tanto como factor de diferenciación como de regulación.

Se trata, en principio, de bienes indivisibles, lo que diferencia su mercado del funcionamiento de otros.

Sin embargo, su valor puede desglosarse entre suelo, construcción y beneficio, pudiendo cada uno de ellos ser objeto de nuevas subdivisiones. Ello permite entender la depreciación o necesidad de inversión de la construcción, así como la posible revalorización del suelo, apoyada por ubicación, escasez, edificabilidad, etc., y especialmente sus expectativas urbanísticas.

A lo largo de este capítulo se presentará una recopilación de figuras y gráficos que pueden ilustrar lo expuesto, y aportar información acerca de su evolución.

4.3.3 Características del sector inmobiliario y de sus activos

El sistema inmobiliario y su mercado pueden describirse atendiendo a diferentes criterios, y reúnen diversas características que se exponen en este capítulo, a efectos de inventariar información que será puesta en contexto en siguientes apartados.

El mercado inmobiliario tiene características particulares que lo diferencian de otros mercados (Caridad y Garza, 1997). Algunas de estas características, en las actividades inmobiliarias y de la construcción, influyen en que éstas sean más propicias a generar ciclos muy marcados e incluso en la generación de burbujas.

Los bienes inmobiliarios, a los que a lo largo de esta tesis se denominará también “activos inmobiliarios”, forman parte de un conjunto de necesidades humanas básicas, individuales o colectivas, a un nivel similar al que puede tener la comida o el vestido. La disponibilidad de espacios adecuados para las diferentes necesidades humanas, privadas y sociales, a través de sus

4. Marco teórico y de referencia

diversas tipologías (residencial, terciario, industrial, colectivo, etc.), forma parte de la vida en sociedad, que está preservada por la legislación.

Se puede entender que el sector inmobiliario incorpora en su definición una gran heterogeneidad en los bienes que lo integran, en la finalidad de los mismos y en sus participantes.

En el apartado siguiente se expone con mayor detalle, pero puede mencionarse aquí la gran diversidad de atributos o características que diferencian a los bienes inmobiliarios entre sí. Desde sus características más objetivas, como pueden ser la superficie, la ubicación, la orientación, etc., hasta otras menos medibles, como su distribución, confortabilidad y composición arquitectónica, hacen de cada inmueble un activo único y diferente de los demás. Estas cualidades, unidas a otros factores, tienen gran importancia en la determinación del valor de un inmueble.

Según se ha expuesto en el capítulo 3, un activo inmobiliario reúne la condición de bien de inversión y bien de uso (Betrán Abadía, 2011), lo que permite diferenciar un mercado de inversión, con su correspondiente efecto riqueza, y un mercado de alquiler. En lo referente a su condición de bien de inversión, deberán observarse sus principales características, como son la liquidez, su rentabilidad y los riesgos de la misma (Navarrete, 2009).

En lo relativo a las transacciones dentro del mercado inmobiliario, éste puede considerarse como poco líquido, entendiéndose por liquidez la facilidad y rapidez en ser convertido en dinero sin costes relevantes que supongan pérdida de valor. Esta falta de liquidez, es decir, la necesidad de invertir tiempo y asumir costes para convertir un activo inmobiliario en activos monetarios, supone un riesgo que puede traducirse en la exigencia de una mayor rentabilidad que la requerida a otros activos más líquidos.

De lo expuesto anteriormente, puede inferirse una situación, referida a los activos inmobiliarios, en la que se concentra un efecto riqueza que, sin embargo, adolece de liquidez. Tal situación debe entenderse como especialmente relevante en el mercado residencial, es decir, en lo que respecta a la riqueza de familias y propietarios particulares.

Los activos inmobiliarios tienen una alta capacidad para permanecer en el tiempo, manteniendo su estructura y funcionalidad. Asimismo, su alta versatilidad, entendida como la posibilidad de ser utilizados en usos alternativos y, por lo tanto, por tener una importante capacidad de adaptación a situaciones cambiantes, supone una ventaja que en ocasiones queda limitada por regulaciones urbanísticas o legales.

Se trata de activos, dentro de su mercado, con una capacidad de respuesta lenta, dado el nivel de recursos y tiempo necesario para su producción. Ello supone un desajuste entre la velocidad de respuesta de la oferta a la posible demanda, lo que puede traducirse en un desequilibrio que se traslada a un incremento de precio.

En sentido contrario, el citado desequilibrio entre oferta y demanda, en el caso de que ésta decrezca o desaparezca, puede suponer la existencia de un excesivo stock de inmuebles, normalmente de tipología residencial, de imposible desaparición inmediata, que permanece en el mercado afectado asimismo por una reducción de su precio.

La existencia de un stock inmobiliario, como se ha visto en ocasiones, debido a una contracción de la demanda, o a una desincronización de la producción con estimaciones futuras, supone un

4. Marco teórico y de referencia

gran riesgo para el sector y, dada la interconexión de éste con la economía financiera y la economía real, para el conjunto del país en que se asienta. Dicho riesgo puede ser mayor si la estructura de financiación tiene una dependencia excesiva con recursos ajenos, o si aumenta el coste del servicio de la deuda.

En la siguiente tabla se observa el estancamiento de oferta, en el año 2012, tras el fin del auge inmobiliario español en 2007.

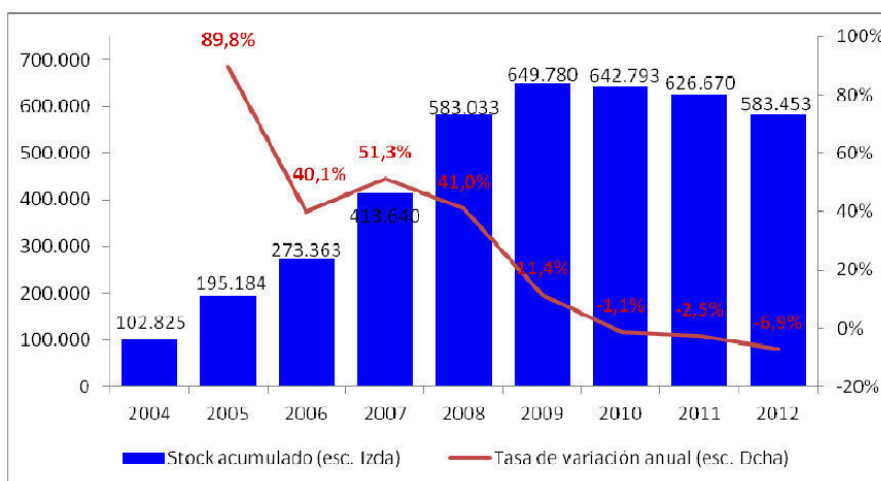
STOCK DE VIVIENDAS NUEVAS SIN VENDER POR COMUNIDAD AUTÓNOMA. 2012

COMUNIDAD AUTONOMA	STOCK DE VIVIENDAS	PORCENTAJE SOBRE EL TOTAL	STOCK SOBRE PARQUE DE VIVIENDAS (%)
ANDALUCIA	96.701	16,57	2,21
ARAGON	17.486	3,00	2,23
ASTURIAS	11.890	2,04	1,92
ISLAS BALEARES	15.285	2,62	2,59
CANARIAS	34.213	5,86	3,28
CANTABRIA	849	0,15	0,24
CASTILLA Y LEON	37.638	6,45	2,17
CASTILLA LA MANCHA	48.725	8,35	3,88
CATALUÑA	87.730	15,04	2,06
COMUNIDAD VALENCIANA	103.522	17,74	3,28
EXTREMADURA	1.087	0,19	0,17
GALICIA	33.445	5,73	2,07
COMUNIDAD DE MADRID	42.821	7,34	1,46
MURCIA	28.099	4,82	3,59
NAVARRA	1.766	0,30	0,57
PAIS VASCO	11.926	2,04	1,16
LA RIOJA	9.728	1,67	4,86
CEUTA Y MELILLA	542	0,09	1,01
TOTAL	583.453	100,00	2,6

Fuente: Álvarez y Martos (2014)

Tabla 4.1 Stock de viviendas nuevas sin vender por comunidad autónoma en 2012

Tal volumen de stock, establecido en una fecha fija del año 2012, tiene una evolución, que se ilustra en la siguiente figura:



Fuente: Álvarez y Martos (2014)

Figura 4.1 Evolución del stock acumulado de vivienda nueva en España (2004-2012)

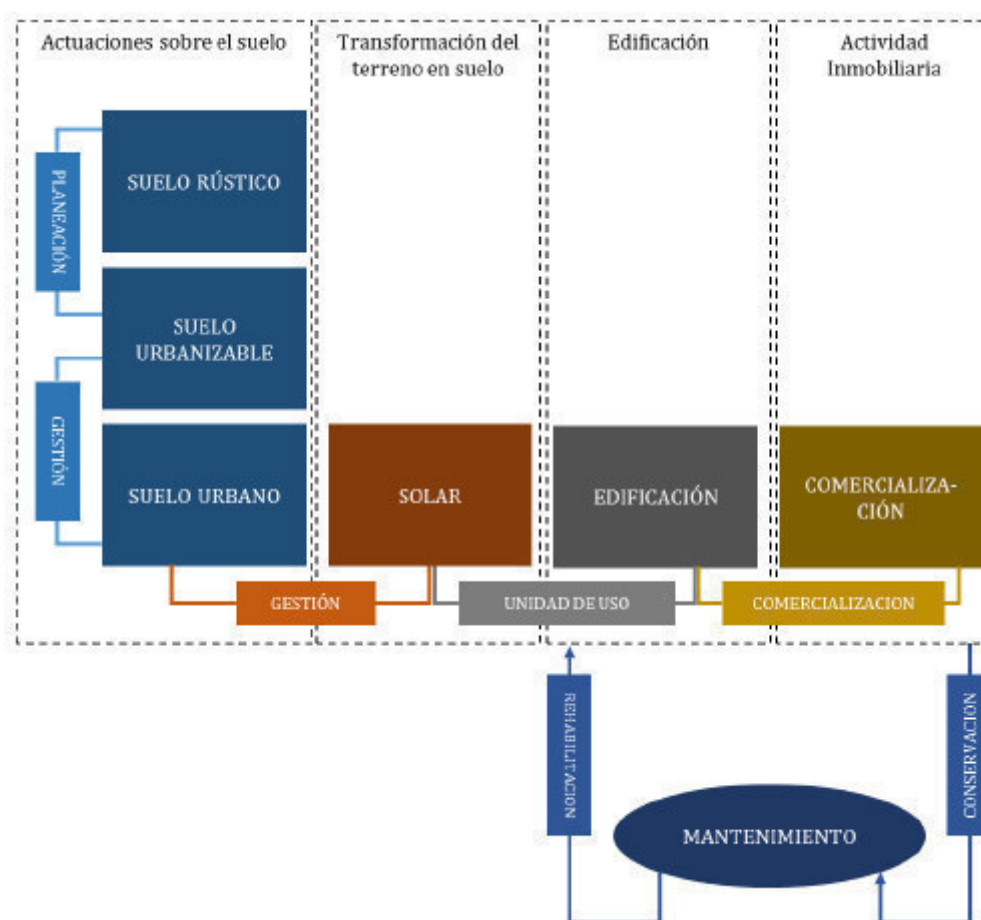
Se trata de un sector con plazos de tiempo muy largos en la mayoría de los eslabones de su cadena de valor. En lo que se refiere a la gestión del suelo, la complejidad urbanística, tanto de

4. Marco teórico y de referencia

normativa descentralizada como de tramitación, así como la necesidad de poner de acuerdo diferentes intereses y propietarios, puede requerir periodos temporales dilatados que, en ocasiones, pueden coincidir con cambios del ciclo. En lo referente a su periodo de construcción, debe decirse que es también largo y complejo. Ello, unido a la dificultad en estimar la demanda real, que debe corresponderse con la de la fecha de puesta en mercado, incorpora un gran riesgo en la operativa del sector.

En definitiva, por los largos plazos de las actividades que componen su cadena de valor, y por los recursos implicados en cada proyecto inmobiliario, puede considerarse que se trata de un sector con mucha inercia, es decir, con gran dificultad para detener sus procesos al mismo ritmo que un cambio en el mercado puede demandar.

En la siguiente figura se reproduce el proceso productivo de la industria inmobiliaria, con sus diferentes fases, desde la gestión del suelo, hasta la edificación y posterior comercialización.



Fuente: Instituto de Estudios Económicos (2014)

Figura 4.2 El proceso productivo de la industria inmobiliaria

Abundando en esa dificultad en reaccionar, debe atenderse aquí al gran coste financiero que supone retrasar o detener un proyecto inmobiliario.

El inmobiliario es un mercado poco eficiente, con notorias asimetrías en la información, que obligan a compradores y vendedores a dedicar tiempo y dinero a la búsqueda de información, lo que eleva los costes de transacción que afectan, con distinta intensidad, tanto al mercado de

4. Marco teórico y de referencia

venta como al de alquiler (Vargas, Soto y Felix, 2003). Incluso, en lo referente a transacciones ya concluidas en el mercado inmobiliario, la información es de difícil acceso.

Existe una gran asimetría de información en detrimento de inversores o arrendatarios, que obliga a dedicar tiempo y recursos para disponer de la suficiente información (Velencoso, 2008). Ello implica un incremento de costes de transacción, asociados a búsqueda y a negociación (Coase, 1937).

La funcionalidad y el valor económico de un inmueble pueden variar con el paso del tiempo debido a cambios sociales y económicos, a los que no es posible adaptarse. Las modificaciones del entorno o variaciones en la estructura urbana pueden beneficiar o perjudicar a los bienes inmuebles que ya existen.

Asimismo, la existencia de externalidades positivas o negativas pueden incrementar la complejidad en la toma de decisiones, de difícil o costosa reversibilidad en este tipo de sector. Así, por ejemplo, la calidad del bien y su ubicación pueden tener posibles vicios que solamente el tiempo puede revelar. O cuestiones más próximas a preferencias puntuales, como son el vecindario, los equipamientos, comunicaciones, etc., pueden variar. Se trata de características de gran importancia, dado el carácter no trasladable de los bienes inmuebles (Osuna y Almirall, 2008).

Puede, asimismo, definirse el mercado inmobiliario como monopolista de oferta, es decir, en el que existe uno o pocos oferentes frente a muchos demandantes.

Por último, en este resumen descriptivo del sector debe comentarse la gran dificultad que supone valorar activos inmobiliarios, y que tal valoración tenga un suficiente grado de estabilidad en el futuro. Se dedicará un apartado específico al valor de los activos, por su importancia en el tema de esta tesis, especialmente como eventual factor de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios. Debe apuntarse aquí la dificultad que supone la valoración de activos inmobiliarios, que no siempre responde a sus rendimientos futuros, dada la dificultad en estimar futuro y a que toda sobredimensión de expectativas puede generar incrementos en la demanda y, consiguientemente, en los precios. En este sentido, conviene recordar que se suele confundir el término sobrevaloración con el de burbuja.

De acuerdo con Stiglitz (1990, p. 13), citado por Redondo (2011), existe una burbuja cuando el aumento del precio de un activo se debe únicamente a las expectativas de revalorización en el futuro, en lugar de explicarse por la evolución de sus fundamentales. Por tanto, una burbuja existirá cuando el precio del activo se desvíe de forma persistente de su valor intrínseco.

VIVIENDAS INICIADAS AL TRIMESTRE		
(Promedio)		
Periodo	Miles	Precio(*)
1988 – 1998	67'3	6'1%
1999 – 2007	153'2	13'1%
2009	39'8	-6'7%

(*) Tasa media interanual.

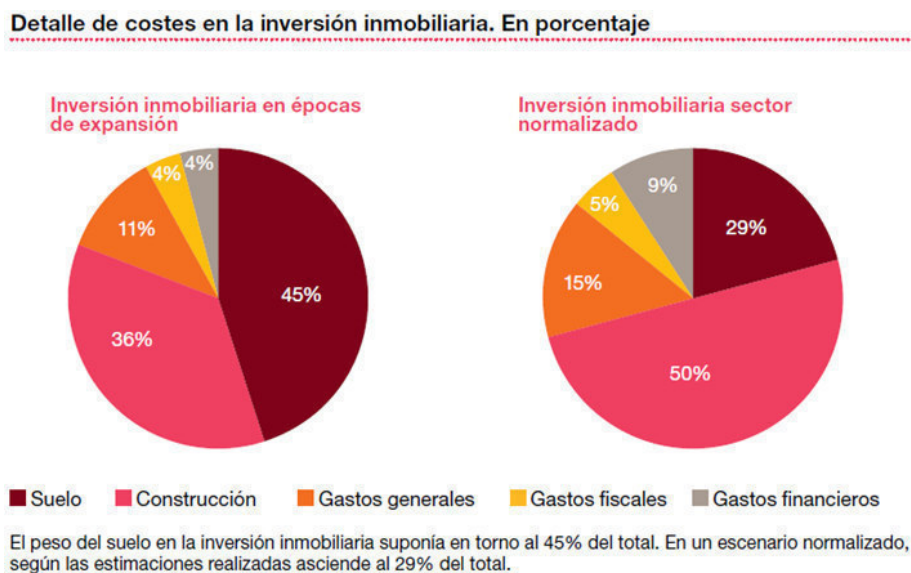
Fuente: Redondo (2011)

Tabla 4.2 Relación entre la evolución de los precios y de la actividad constructora

4. Marco teórico y de referencia

En lo referente a los componentes de la inversión inmobiliaria, aquí debe mencionarse el gran peso que tiene el suelo, que en determinadas ubicaciones puede representar cerca del 50% del total del valor de mercado del activo inmobiliario, lo que da idea de la importancia de esta “materia prima” y del riesgo que comporta.

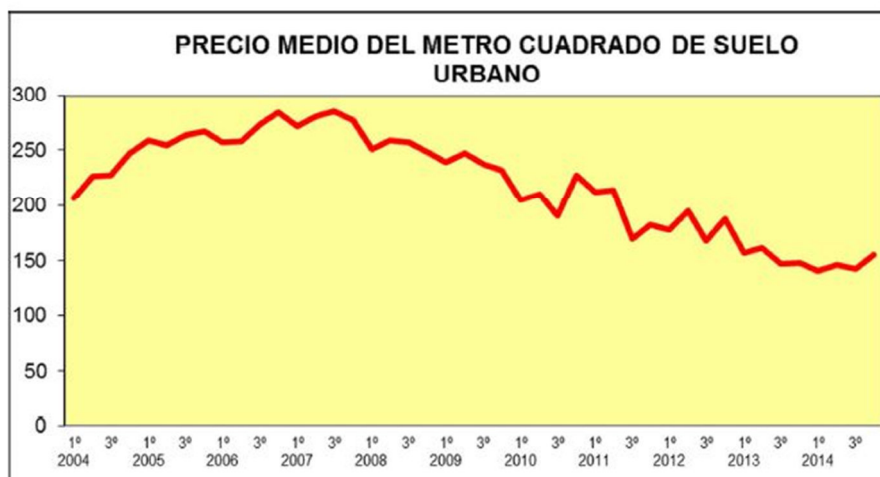
La siguiente figura ilustra el porcentaje de participación de todos los componentes de la construcción de un inmueble, siendo destacable el peso del valor del suelo.



Fuente: PricewaterhouseCoopers (2012)

Figura 4.3 Detalle de costes porcentuales de la construcción

La figura 4.4, con datos oficiales, muestra la evolución del precio de suelo urbano, aunque debe señalarse que se trata de suelo con urbanismo ya definido, por tanto con un menor riesgo de puesta en explotación.

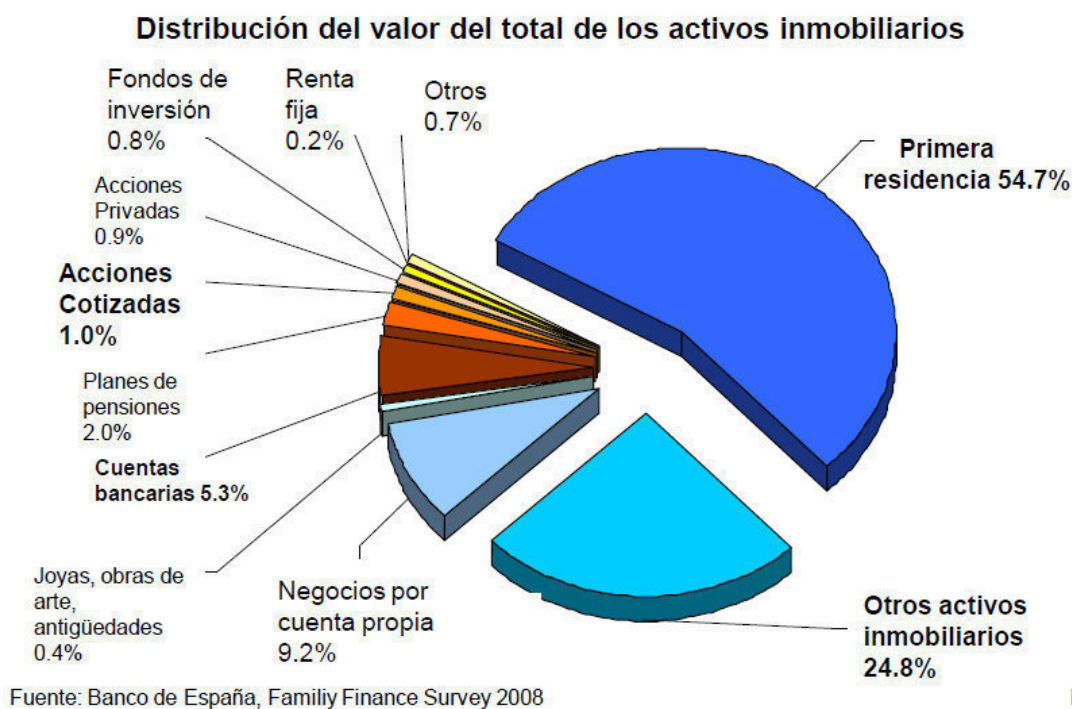


Fuente: Ministerio de Fomento (2015c)

Figura 4.4 Gráfica del precio medio del m² de suelo urbano en España

4. Marco teórico y de referencia

Ligado a la financiación, debe hacerse mención también al alto grado de recurso a préstamos o créditos destinados a la adquisición de inmuebles, lo que hace que este mercado sea muy sensible a la variación de los tipos de interés.



Fuente: Ministerio de Fomento (2012)

Figura 4.5 Distribución del valor total de los activos inmobiliarios

El sector inmobiliario incorpora una gran complejidad, debido a la multiplicidad de factores que influyen en su funcionamiento y a la dificultad que supone efectuar proyecciones de futuro con capacidad de reformularlas.

Dentro de esta complejidad, debe insistirse en la que se corresponde con sus valoraciones, dados los cambios que se producen en el valor de los activos y los largos plazos que definen las operaciones del sector, que impiden su corrección con suficiente margen de tiempo y en ocasiones son causa de importantes desequilibrios.

4.3.4 Heterogeneidad

Se trata de un sector altamente heterogéneo en el que se superponen diferentes mercados, con diferentes operaciones y con características de activos que los hacen muy desiguales, como por ejemplo la ubicación, calidades, antigüedad, etc.

Asimismo, características externas al propio bien inmueble, como son su financiación o el uso al que se destina, contribuyen también a una gran segmentación dentro de su mercado.

A continuación, se exponen diferentes criterios de clasificación o descripción del sector inmobiliario, atendiendo a diferentes visiones del mismo y a su contribución en el encaje producto-mercado. Para la confección del siguiente esquema se ha acudido a la información del *Libro Blanco del Sector Inmobiliario* (Pascuchi y Alonso, 1999), complementada con elaboración propia.

4. Marco teórico y de referencia

Desde la visión de sus partícipes, que va ligada a la que supone el objeto de las posibles operaciones que se dan en el mercado inmobiliario, pueden distinguirse:

- Promotores
- Clientes finales
 - o Inversores
 - o Usuarios
 - Propietarios
 - Arrendatarios

También, en lo referente a los mercados de acceso al inmueble:

- Obra nueva (mercado primario)
- Segundas transmisiones (mercado secundario)

Atendiendo a los diferentes negocios, muy interconectados, que coinciden en el sector:

- Inversor (cada uno enfocado a un proceso diferente de la cadena de valor)
 - o Promotor
 - o Patrimonial
 - o Transformación de suelo
- Servicios
- Valoraciones
- Etc.

Diversidad geográfica

Objeto del inmueble

- Bien de uso
- Activo de inversión

Por tipologías de inmuebles (cada uno con sus propias características y rentabilidades)

- Residencial
 - o Individual
 - Primera residencia
 - Segundas residencias
 - o Colectivo
 - Residencia estudiantes
 - Residencias tercera edad
- Terciario
 - o Oficinas
 - o Hoteles
 - o Centros comerciales
- Industrial, logístico
- Comercial, retail
- Plazas de aparcamiento
- Desarrollo de suelo

4. Marco teórico y de referencia

En relación con la gran complejidad que confluente en el sector inmobiliario, puede considerarse que está muy ligada a diferentes parámetros:

- Demográficos
- Económicos
- Financieros
- Políticos
- Culturales psicológicos

4.3.5 Competencia monopolística

Se trata, como las características expuestas anteriormente pueden hacer relucir, de un mercado de competencia monopolística, en el que el número de compradores excede en gran medida al de ofertantes, con productos muy diferentes entre sí (por criterios objetivos y subjetivos) que los compradores no consideran sustitutivos, y en el que existe un notable déficit de información (Mochón, 1990).

Siguiendo a Mochón (1990), dicha condición de mercado de competencia monopolística lo aleja del que se podría entender como un mercado de competencia perfecta, en el que hay más equilibrio entre oferta y demanda, con gran número de compradores y vendedores, en el que los productos pueden considerarse sustitutivos, poco diferenciados, y en el que se dispone de una mayor información.

Comparten ambos tipos de mercado las barreras de entrada y de salida bajas. En este sentido, debe apuntarse aquí el hecho de que las muy bajas barreras de entrada, que son menores según la facilidad de acceso al crédito, posibilitan la entrada en el sector de inversores poco experimentados (Suárez, 2011).

El sector inmobiliario ha sido y seguirá siendo muy intensivo en capital, sin embargo el acceso a financiación, permite disponer de los recursos necesarios.

4.3.6 Comportamiento cíclico

Por ciclos pueden entenderse los periodos de tiempo que, con una frecuencia de años, presentan características similares respecto a determinados indicadores.

Los ciclos económicos deben parte de su importancia a los estudios estadísticos de Kondratieff (1935) y Kuznets (1967), que aportaron información acerca de ciclos y ondas regulares de corta, media y larga duración. Sin embargo, no han podido aplicarse con precisión a la predicción y explicación de diferentes crisis, que muestran frecuencia y amplitud diversas.

Tal como expusieron Burns y Mitchell (1946): *“Los ciclos económicos son una forma de fluctuación que se encuentra en la actividad agregada de las naciones que organizan su trabajo principalmente en empresas: un ciclo consiste en expansiones que ocurren al mismo tiempo en múltiples actividades económicas, seguidas de recesiones de igual modo generales, contracciones y recuperaciones que se funden con la fase expansiva del ciclo siguiente”*.

Gómez-Puig (2007) define los ciclos económicos como *“movimientos ascendentes y descendentes más o menos regulares de la actividad económica”*, denominando *“ciclo al periodo de tiempo que transcurre entre dos periodos de crisis o de auge”*.

4. Marco teórico y de referencia

Como es sabido, el sector inmobiliario está sujeto a ciclos, pero no siempre es fácil detectar en qué fase del ciclo está. Usualmente, se considera que éstos tienen una duración de entre 5 y 7 años.

Según la teoría macroeconómica, la configuración de los ciclos y sus periodos puede variar atendiendo a diferentes causas o incluso países, sin embargo siempre tiene el mismo perfil, con cuatro marcadas fases.

Siguiendo a Gómez-Puig (2007), podemos dividir las fases de un ciclo en expansión y contracción, que a su vez, pueden subdividirse finalmente en cuatro fases: prosperidad y recesión (dentro de la considerada fase de expansión), y depresión y recuperación (dentro de la considerada fase de contracción). Se ilustra con la siguiente figura:



Fuente: Gómez-Puig (2007)

Figura 4.6 Fases de expansión y contracción de un ciclo económico

Las fases citadas pueden describirse como se expone a continuación.

El auge o expansión, con un gran incremento de la producción, que se traduce en mayores salarios y beneficios. En esta fase existe un sentimiento de confianza en toda la economía, lo que se traslada a la inversión y al consumo, disminuyendo muy notablemente el desempleo.

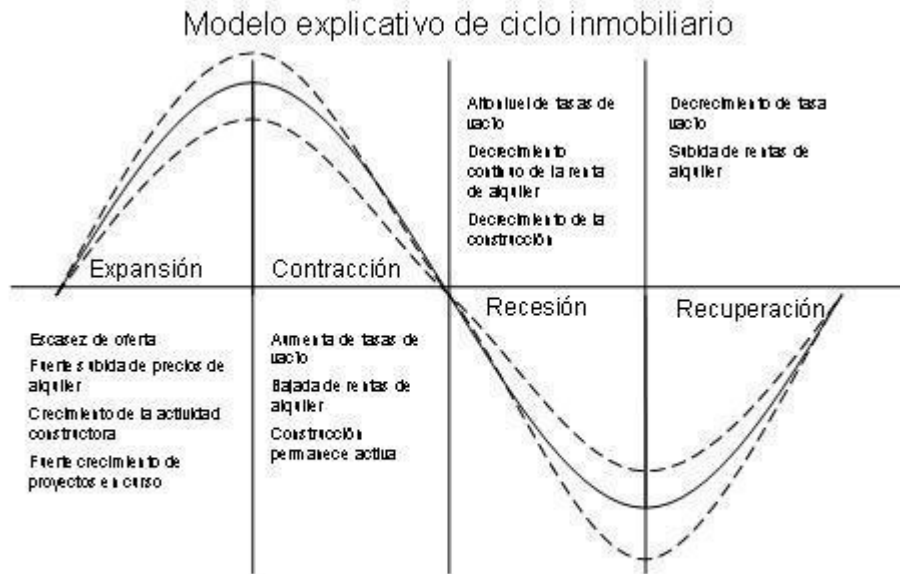
La contracción, depresión o crisis, con una primera etapa de estancamiento, a la que le sigue una caída de la producción, con una reducción de las inversiones, con dificultades en los mercados de capitales y con numerosas quiebras bancarias y empresariales.

La recesión, con una importante caída en los precios y disminución de la actividad económica, con un aumento del desempleo y de las tasas de interés.

La recuperación, en la que dejan de caer los precios y aparecen nuevas expectativas en la inversión.

El siguiente gráfico ilustra las citadas fases de un ciclo inmobiliario:

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Moneo Abreu (2008)

Figura 4.7 Fases del ciclo inmobiliario

El ciclo inmobiliario presenta diferentes características, que se reflejan especialmente en los precios referidos a inmuebles, tanto en inversión como en arrendamiento.

Su importancia, y los efectos que su vulnerabilidad puede producir, sugieren que debe ser tenido en cuenta, de forma especial. Sin duda alguna, una manera de conocer el funcionamiento del sector inmobiliario y su momento, es examinar su ciclo.

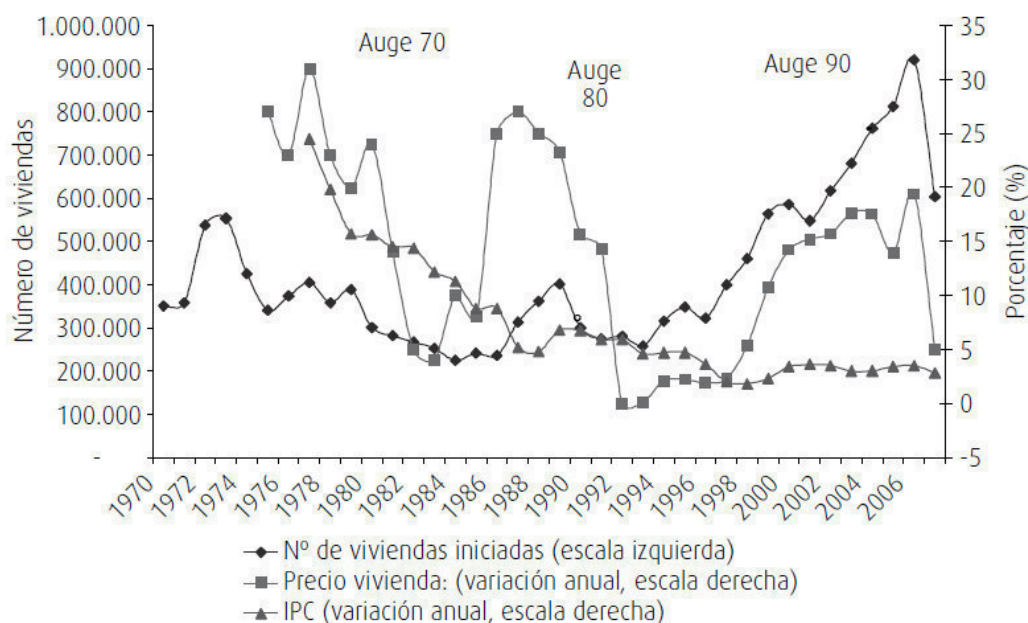
Se presenta, en la siguiente figura 4.8, el perfil de los últimos tres ciclos inmobiliarios ocurridos en España, definido cada uno por la curva del precio de los inmuebles, que señala el inicio y el final de cada uno.

Obsérvese que cada ciclo, aunque presenta similar perfil y responde al mismo indicador del precio de los inmuebles, puede tener características diferentes y propias, como por ejemplo refleja la curva del IPC, que tiene muy diferente valor en cada uno de los tres (desde aproximadamente un 25% a menos de un 5%).

También merece especial atención el número de viviendas iniciadas en el tercer ciclo (1997-2007) respecto al de los anteriores, lo que debe explicarse con la disponibilidad de crédito, en volumen y coste.

4. Marco teórico y de referencia

CICLOS INMOBILIARIOS, 1970-2007



Fuente: Naredo, Carpintero y Marcos (2005)

Figura 4.8 Ciclos inmobiliarios en España

Como expone Oriol Aspachs-Bracons (2009), “*Los ciclos del sector inmobiliario se transmiten al resto de la economía a través de las fluctuaciones del precio de la vivienda ya que afectan a la riqueza y la capacidad de endeudamiento de los distintos agentes*”.

Asimismo, reproduciendo literalmente a Aspachs-Bracons (2009), “*En primer lugar, debemos constatar que el sector inmobiliario es uno de los más cíclicos: durante los períodos expansivos tiende a crecer por encima de la media, y lo contrario ocurre durante los períodos recesivos. Ello es consecuencia, en gran medida, del largo horizonte temporal de las inversiones. Por el lado de la oferta, el período de construcción de una vivienda en España se prolonga durante aproximadamente 2 años, mientras que, por el lado de la demanda, el plazo medio de amortización de una hipoteca está alrededor de los 10 años. Ello hace que las inversiones sean muy sensibles a los cambios del tipo de interés e impide que la oferta del sector se ajuste de forma rápida a las condiciones económicas de cada momento, lo que puede llevar a situaciones de sobreoferta cuando se entra en un período recesivo y exceso de demanda en otros momentos*”.

En la siguiente tabla se documenta la subida de precios reales de las viviendas en España, en diferentes periodos:

4. Marco teórico y de referencia

España	1972-1975	56%
	1977-1978	26%
	1983	9%
	1985-1991	138%
	1997-2007	118%

Fuente: Aspachs-Bracons (2009)

Tabla 4.3 Incremento de precios en los ciclos de España

En la tabla 4.4, y al objeto de ilustrar los indicadores de un ciclo inmobiliario que pueden ser comparados, además del incremento de los precios se muestran datos representativos del periodo 1986-1991 y del periodo 1997-2007.

	1986-1991	1997-2007
1. Precios de las viviendas:		
1.1. Aumentos nominales	18,6%	11,8%
1.2. Aumentos reales(*)	11,5%	7,3%
2. Viviendas iniciadas (miles):		
2.1. Estimación Mº Fomento	244	567
2.2. Visados CC. Arquitectos	324	583
3. PIB Crecimiento medio real	4,4%	3,8%
4. Ocupados		
4.1 Personas. Millones	12,3	16,8
4.2 Crecimiento	3,1%	4,3%
5. Hogares. Variación media		
5.1. Relativa	1,8	2,7
5.2. Absoluta (miles)	162	379
6. Tipos de Interés medios:		
6.1. Nominales	13,9	4,9
6.2. Reales(*)	7,0	1,9
6. Proporción VPO iniciadas (MFOM)	30,4	11,8

(*) Deflactados con el IPC.

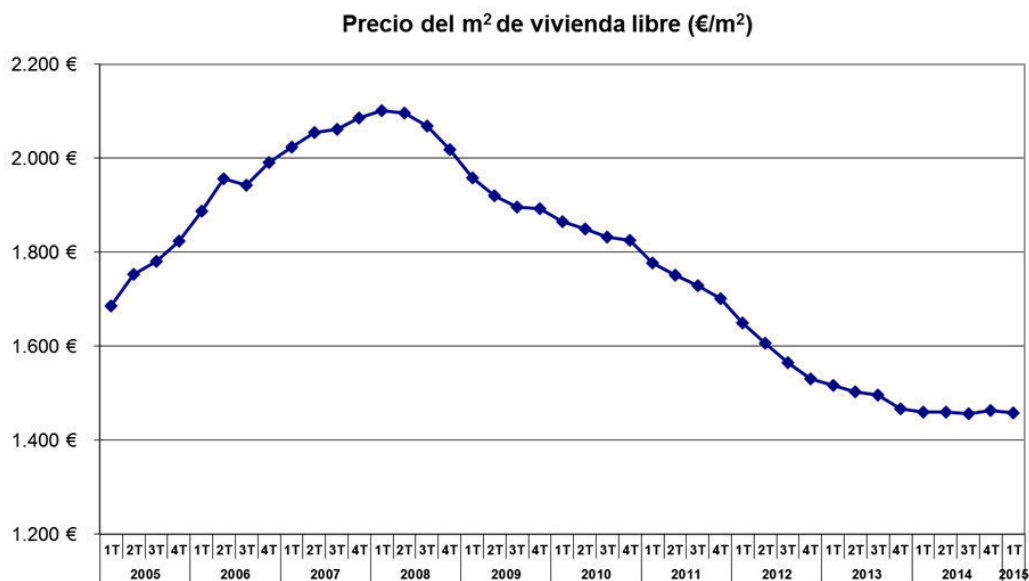
Fuente: Álvarez y Martos (2014)

Tabla 4.4 Comparativa de dos etapas expansivas de la actividad inmobiliaria

Obsérvese que, a pesar de compartir la definición de ciclo inmobiliario, y mostrar un incremento de precios notable en ambos periodos, los restantes componentes del ciclo, varían en uno y otro caso, lo que está en relación con la situación social, económica y fiscal de cada periodo.

Se presenta, a continuación, una sucesión de figuras que permite ilustrar, desde diferentes perspectivas, la evolución de los precios de inmuebles (especialmente en la tipología residencial) en España.

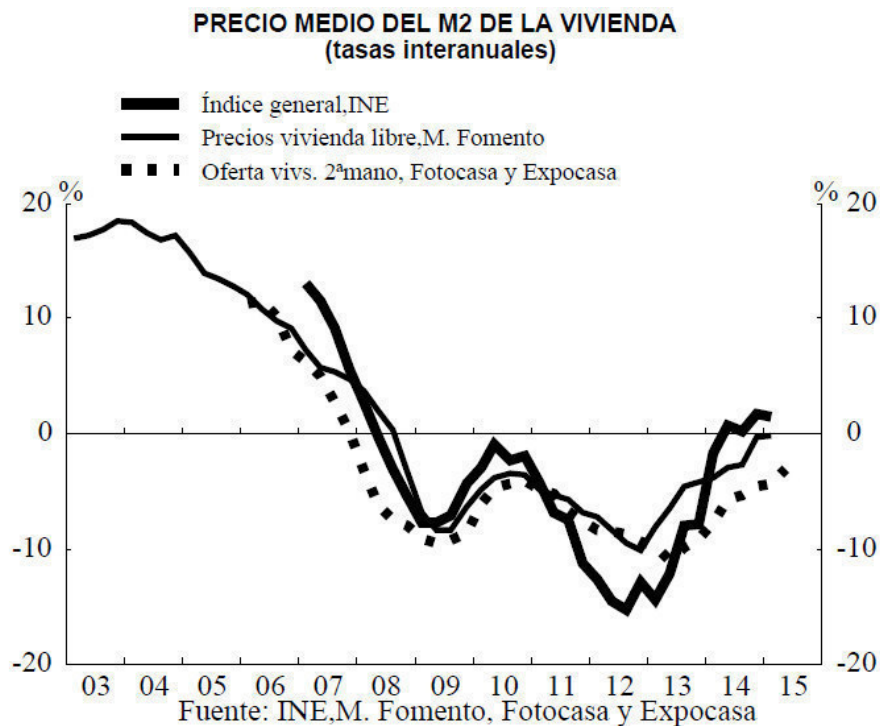
4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Ministerio de Fomento (2015a)

Figura 4.9 Gráfica del precio medio del m² de vivienda libre en España

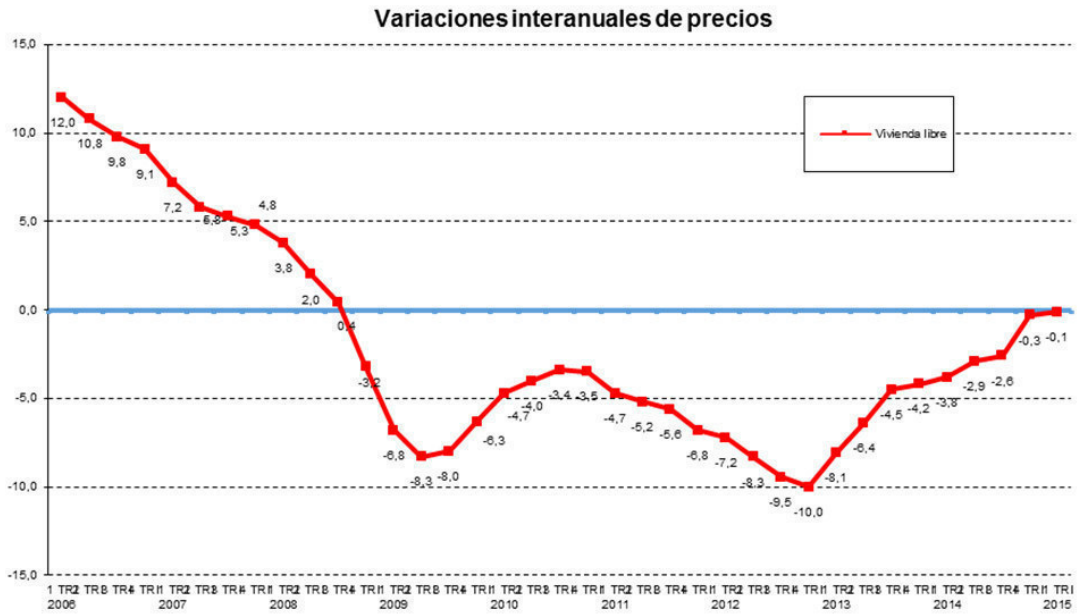
La siguiente figura ilustra la evolución del precio medio del m² de la vivienda en España, del año 2003 al 2014. Como se observa, presenta tres gráficas que no coinciden (especialmente en el mínimo del año 2012). A pesar de tratarse de precios históricos, la no coincidencia de tres diferentes índices pone de relieve la insuficiente disponibilidad de información.



Fuente: Banco de España (2015a)

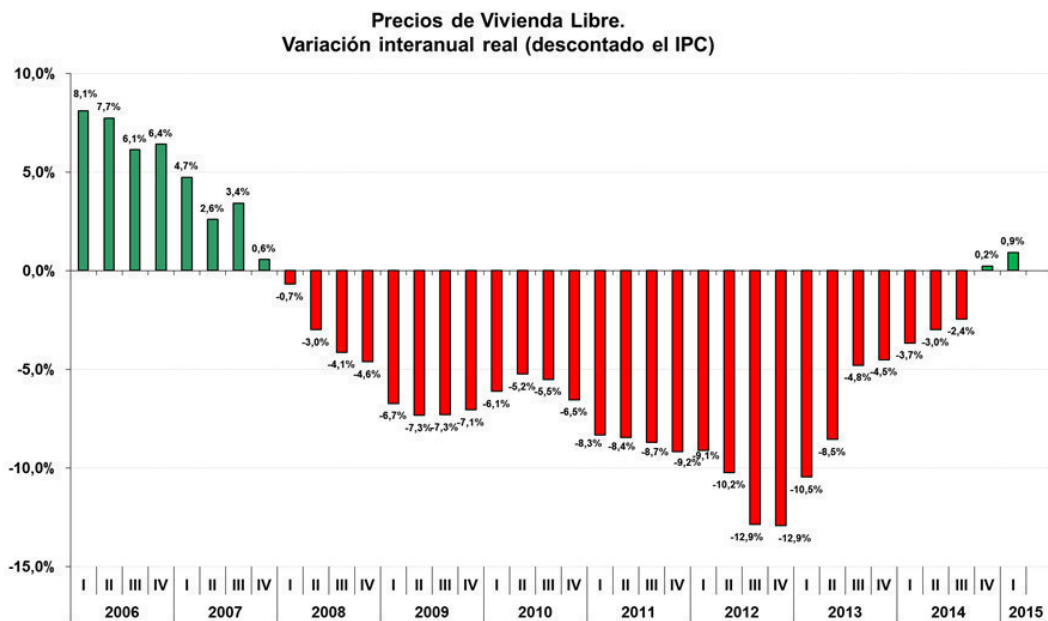
Figura 4.10 Gráfica de tasas interanuales del precio medio del m² de vivienda en España

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Ministerio de Fomento (2015a)

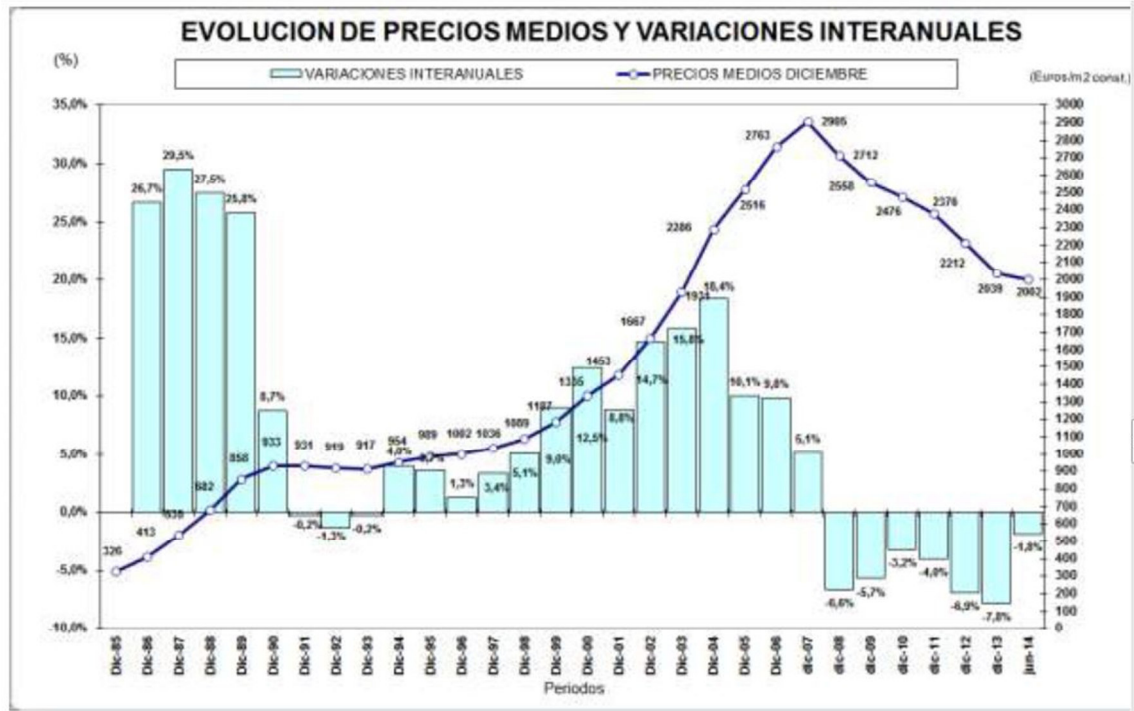
Figura 4.11 Gráfica de variaciones interanuales de precios de la vivienda en España



Fuente: Ministerio de Fomento (2015a)

Figura 4.12 Variación interanual de precios de la vivienda descontado IPC en España

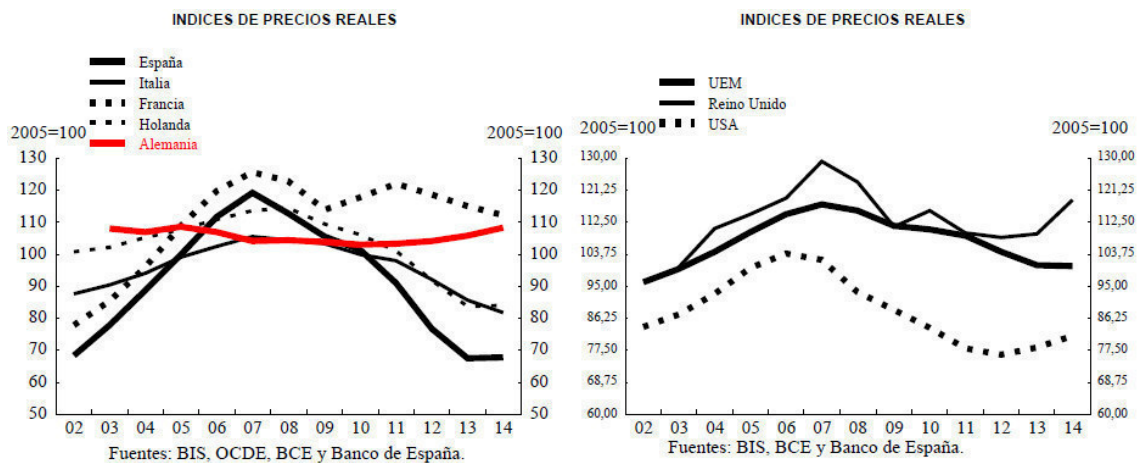
4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Sociedad de Tasación (2014)

Figura 4.13 Evolución de precios medios y variaciones interanuales en España

Todas las anteriores figuras muestran el punto de inflexión que se concreta en el año 2007, en el cambio de ciclo, a través de la evolución del precio de los inmuebles.



Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 4.14 Índices de precios reales en diferentes países

La figura 4.14, permite comparar la evolución de precios en diferentes países, destacando el diferente comportamiento de Alemania.

4. Marco teórico y de referencia

4.3.7 Oferta y demanda de inmuebles

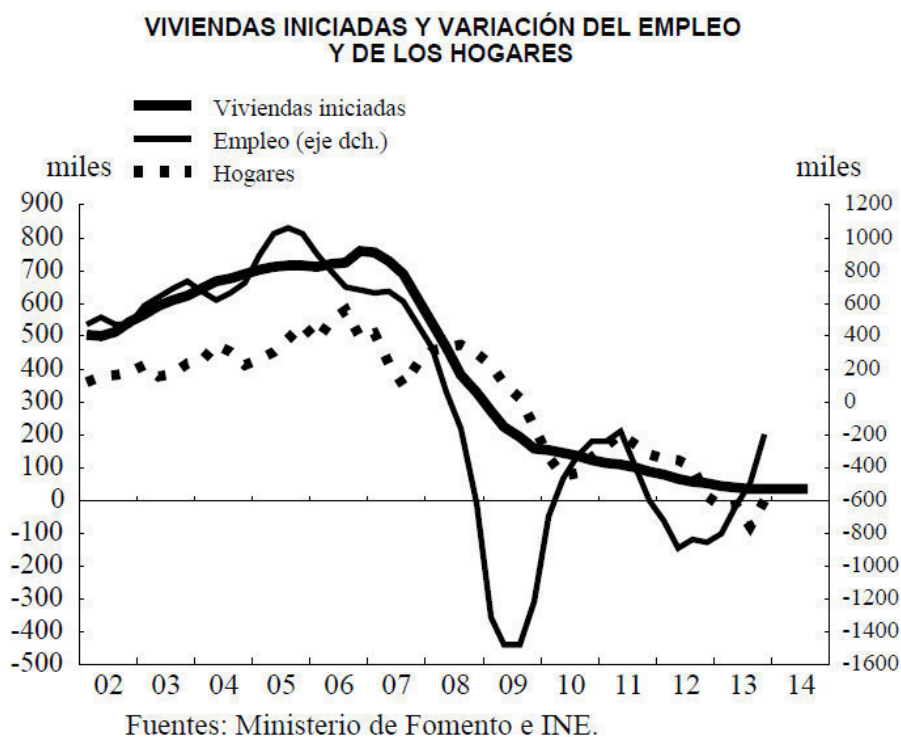
Oferta de inmuebles

A efectos de definir lo que se entiende por OFERTA, estableceremos ésta como el número de inmuebles en situación de poder ser adquiridos o arrendados, con sus correspondientes precios, características y temporalidad. Es decir, la cantidad de inmuebles disponibles para transaccionar, sea venta o alquiler, constituye la oferta en este mercado.

Como se ha expuesto, puede tratarse de un mercado primario, es decir de primera ocupación, o secundario, que engloba inmuebles objeto de segunda o posterior transacción.

Sin duda alguna la relación entre oferta y demanda es un determinante del precio, aunque también influyen factores externos (financiación, fiscalidad, etc.) y las expectativas de revalorización.

En la siguiente figura se compara el número de viviendas iniciadas con la situación de empleo en España, quedando reflejada la muy imbricada relación entre las dos variables, que de alguna manera reflejan el **encaje entre oferta y demanda**.



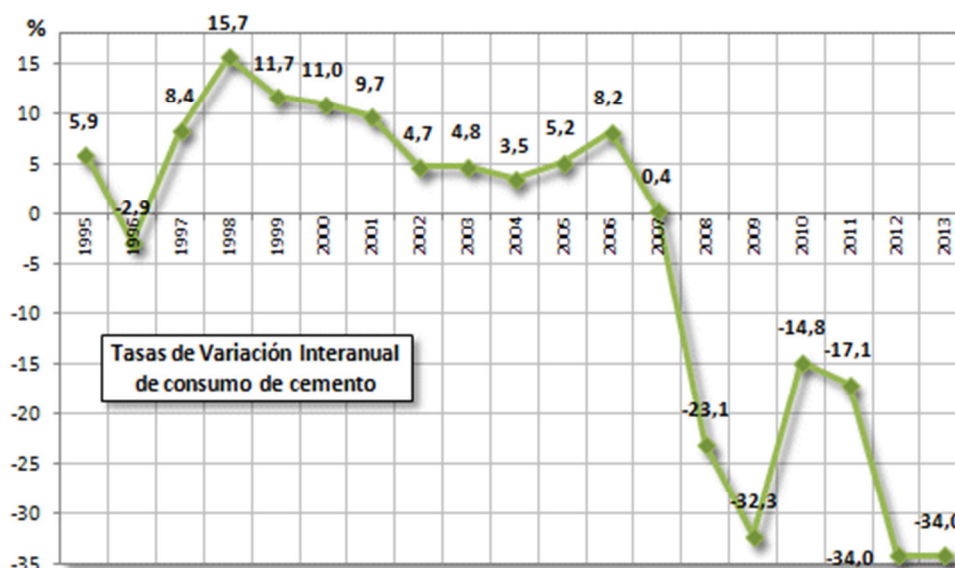
Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 4.15 Relación entre viviendas iniciadas y empleo en España

En lo que se refiere al ajuste de precios, en los casos de exceso de oferta, éste no suele producirse por una bajada de los precios de venta, sino por la disminución del número de transacciones efectuadas.

4. Marco teórico y de referencia

En el caso de la producción inmobiliaria se pueden utilizar algunos indicadores adelantados para intentar calcular la oferta de nuevas viviendas y la acumulación de inventarios, como por ejemplo el consumo de cemento o el número de proyectos visados por arquitectos.



Fuente: Confederación Española de Asociaciones de Fabricantes de Productos de Construcción. CEPCO (2015)

Figura 4.16 Consumo de cemento en España



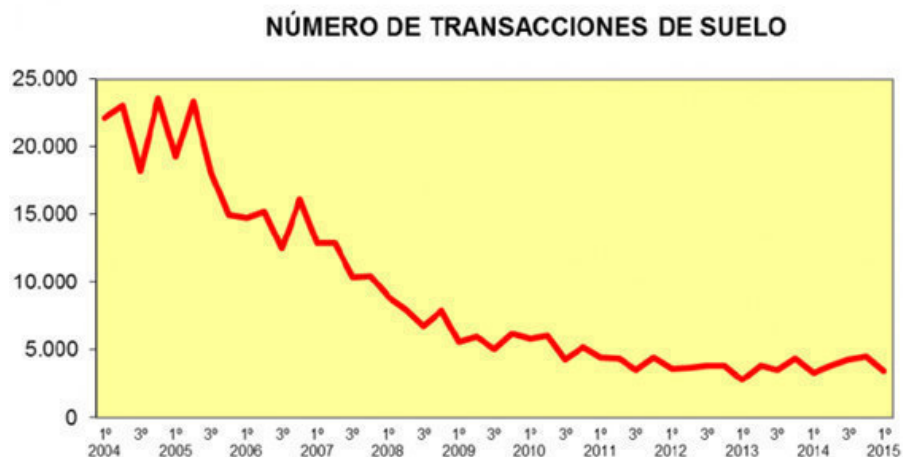
Fuente: Ministerio de Fomento

Fuente: Ministerio de Fomento (2012)

Figura 4.17 Evolución del stock de viviendas en España

Como se observa en la siguiente figura, y revisándola en relación con las anteriores, puede comprobarse cómo la demanda (y por tanto adquisición) de suelo, va en estrecha relación con la demanda del producto final.

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Ministerio de Fomento (2015c)

Figura 4.18 Gráfica del número de transacciones de suelo en España

La práctica desaparición de transacciones de suelo va acompañada de una disminución de su valor, según se aprecia en la siguiente tabla, lo que debe referirse a la reducción del valor de este activo en aquellos balances, de empresas inmobiliarias o bancos, en los que se encuentre.

Unidad: euros/m²

Año	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	Año 2015	
Trimestre	4º	4º	4º	4º	4º	4º	4º	4º	4º	4º	4º	1º	2º
TOTAL NACIONAL	247,3	267,3	284,6	277,0	248,0	232,0	227,7	182,5	187,4	147,9	155,6	149,9	153,3

Fuente: Ministerio de Fomento (2015b)

Tabla 4.5 Valor medio del suelo en los años 2004 a 2015

Como se observa, la variación del valor del suelo, desde el año 2006 hasta el año 2014, ha sufrido un importante decremento.

Demanda de inmuebles

Entenderemos por demanda la cantidad de individuos, sean particulares, familias, empresas, etc., que tienen intención de adquirir o arrendar un inmueble.

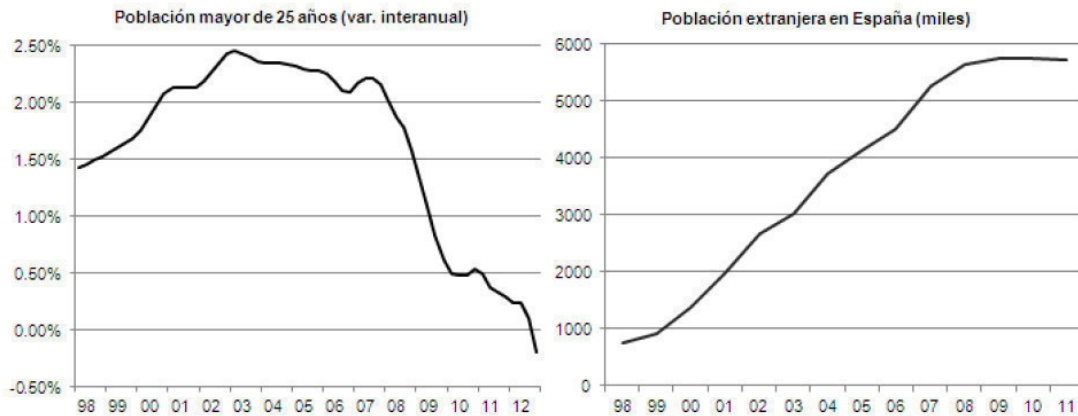
Se entiende que esta demanda incorpora diferentes niveles de precios y, en línea con la complejidad y heterogeneidad del sector, preferencias por unas características u otras, que configuran el inmueble concreto deseado.

Los factores que principalmente influyen en la demanda pueden ser sociales, como por ejemplo los demográficos, y económicos, dentro de los que pueden considerarse los posibles incentivos

4. Marco teórico y de referencia

fiscales.

Factores demográficos



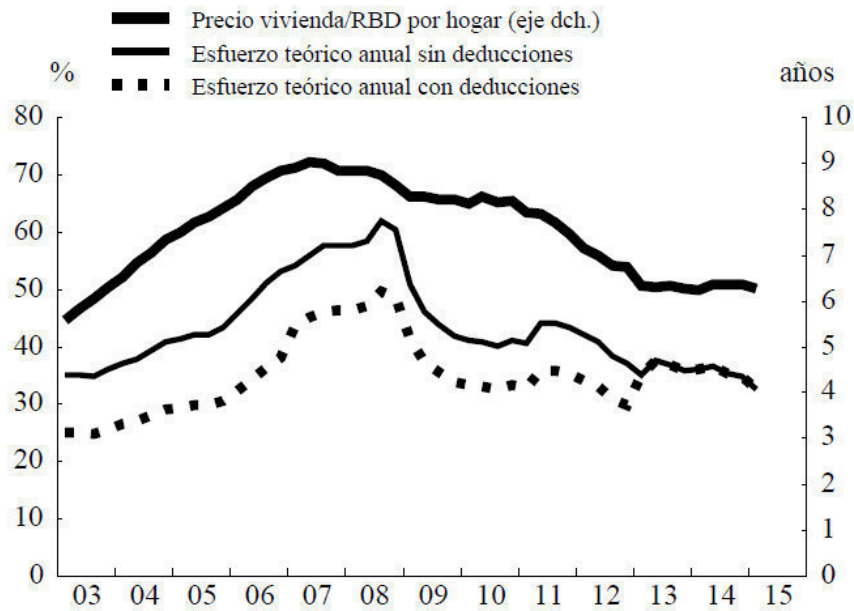
Fuente: Instituto Nacional de Estadística

Fuente: Sánchez (2013)

Figura 4.19 Factores demográficos en el mercado inmobiliario

Factores de gran importancia en la demanda son la renta disponible de las familias, o los beneficios de empresas o inversores, así como las condiciones de financiación, que permiten trasladar al futuro el pago de una inversión en tiempo presente.

MEDIDAS DE ACCESIBILIDAD



Fuente: Banco de España.

Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 4.20 Medidas de accesibilidad a la vivienda

4. Marco teórico y de referencia

En muchas ocasiones se ha comparado la cuota hipotecaria, derivada del préstamo o crédito, con el posible arrendamiento que supondría ocupar ese mismo inmueble, con el añadido beneficio de una desinversión final.

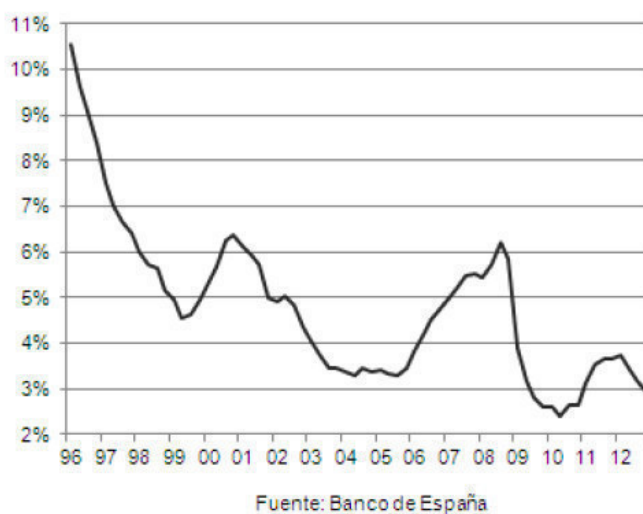
Se trata de una hipótesis, relacionada con el efecto riqueza, que siempre debe referirse a un futuro cuya principal definición es la incertidumbre.

El comportamiento de los precios en el mercado inmobiliario, sobre todo en la tipología residencial, puede provocar un importante aumento de la riqueza, que afecta al consumo y, naturalmente, al endeudamiento (López y Hernández, 2011).

Existe una estrecha relación entre los incrementos de renta disponible en España y los incrementos de precios de los inmuebles (Pagés y Maza, 2003), que permite comprender algunos factores que influyen en los ciclos.

Asimismo, el descenso del coste de financiación hipotecario, que puede verse en la figura siguiente, puede aportar información para comprender uno de los principales componentes del comportamiento de la demanda. Se observa que el coste financiero ha pasado de algo más de un 10% en 1996 a porcentajes inferiores al 5% en el 2006, para volver a incrementarse a partir del 2007 (final del ciclo).

Tipo de interés nominal de las hipotecas

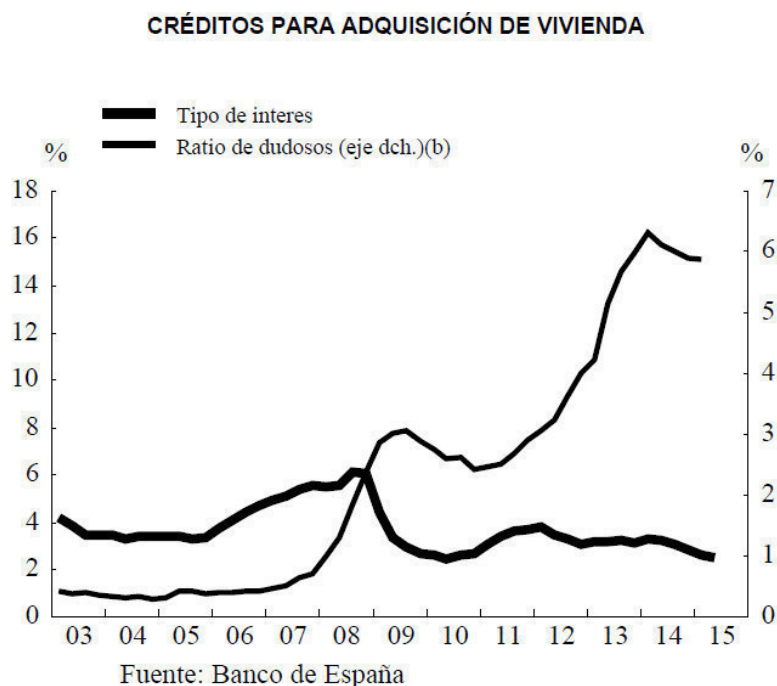


Fuente: Sánchez (2013)

Figura 4.21 Tipos de interés nominal de las hipotecas

En la figura 4.22, comparando los tipos de interés con la “morosidad”, se observa que no es únicamente, o principalmente, el coste del crédito la causa principal de las facilidades o dificultades de que dispone la demanda para la inversión en vivienda.

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 4.22 Tipos de interés y ratio de dudosos en créditos para adquisición de vivienda

4.3.8 Vulnerabilidad

El sector financiero tiene una gran importancia desde la perspectiva social y económica de un país, sin embargo es muy vulnerable a cambios del entorno y, al mismo tiempo, es causa de vulnerabilidad para el sector financiero, desde la perspectiva de la vinculación entre ambos.

Ello supone un motivo de riesgo para la estabilidad, sin duda del propio sector, pero también de quienes intervienen en el mismo, sea como financiación o como inversión.

En las palabras de apertura pronunciadas en la conferencia patrocinada por el Bundesbank, la Fundación Alemana para la Investigación Científica y el FMI, celebrada el 5 de junio de 2014, Min Zhu, subdirector gerente del FMI, tratando acerca del sector inmobiliario, advertía que “[...] es esencial para la economía, pero también es un sector que ha sido fuente de vulnerabilidad y crisis. Por lo tanto, es preciso tomar precauciones para evitar otro auge insostenible” (Zhu, 2014).

Estas palabras resumen de manera muy clara las características a gran escala del sector, que no permite ajustes fáciles cuando se encuentra en pleno auge, debido a su gran función económica en la sociedad que, en ocasiones, reduce la necesidad de ser consciente en todo momento de su vulnerabilidad.

Efectivamente, el sector inmobiliario es capaz de influir en las condiciones de vida de las sociedades, de generar una gran actividad económica (per se y a través de sectores relacionados intensivos en puestos de trabajo, como por ejemplo el de la construcción) y de influir de forma importante en la riqueza de familias y organizaciones (Navarrete, 2009). Sin embargo, su dependencia de diferentes factores, y el riesgo de que algunos de ellos puedan alinearse

4. Marco teórico y de referencia

negativamente, lo hace muy vulnerable a cambios externos, lo que implícitamente hace frágil todo aquello vinculado con el mismo (más frágil según sea el grado de dependencia).

En el discurso antes citado, Zhu (2014) resaltaba dos cuestiones más que serán incorporadas en este análisis: la detección de sobrevaloraciones en los mercados inmobiliarios y el conjunto de herramientas de política para gestionar los auges inmobiliarios.

Por otro lado, el propio perfil del ciclo inmobiliario señala incrementos en su valor, lo que obliga a monitorizar el verdadero valor de los inmuebles y detectar posibles sobrevaloraciones. No se trata de una tarea fácil, como se expone en el capítulo que trata el tema, dado que una valoración es una opinión, y no está sujeta a una técnica o ciencia exacta, ni existe la suficiente transparencia para poder comparar diferentes valoraciones.

Las consecuencias de la vulnerabilidad del sector son, sin duda, variadas. Pueden reconocerse algunas que pueden preverse, como su influencia en el efecto riqueza de familias y organizaciones, con la consecuente incidencia en el consumo, y la gran importancia que tiene, también, en el sector financiero (Case, Quigley y Shiller, 2005).

Sin embargo, no se dispone de suficientes herramientas para su gestión, ni se conoce cuáles son más efectivas, dentro de lo que puede formar parte de los denominados fallos mercado o fallos de gobierno.

4.3.9 Sector inmobiliario y macroeconomía

La existencia de un sector económico se fundamenta en su oferta, para la que debe existir una demanda real.

En todas las sociedades humanas, y protegidas por legislaciones, existen una serie de necesidades básicas, como son la comida y el vestido. En esta investigación se entiende que la vivienda, o todo tipo de inmueble, responden también a esas necesidades sociales.

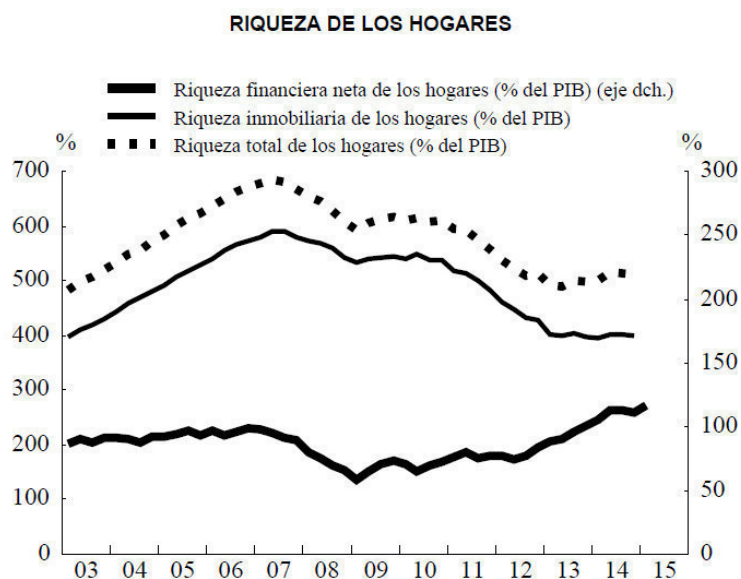
Al mismo tiempo, se entiende que el sector inmobiliario es un importante componente de la inversión de un país y del uso de su capacidad de financiación, pero es también una clara representación de la riqueza de sus ciudadanos.

En España, desde el mes de febrero de 2004 más del 60% del total de crédito concedido corresponde a crédito hipotecario, es decir, con la garantía del valor de un bien inmobiliario. A través de los mecanismos de política monetaria que están imbricados en todo lo que concierne al crédito hipotecario, los activos inmobiliarios transmiten su influencia a toda la economía y, por tanto, su efecto en el denominado riesgo país.

En EEUU, la riqueza proveniente del sector inmobiliario supone un 50% aproximadamente de los activos de propiedad no financiera, que es mayor en el caso de viviendas y sus propietarios (Zhu, 2014).

Por tanto, independientemente del valor que incorpora en sí mismo, el inmobiliario es un sector de gran importancia en la economía general, razón por la cual debe ser lo más eficiente posible.

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 4.23 Riqueza de los hogares en España

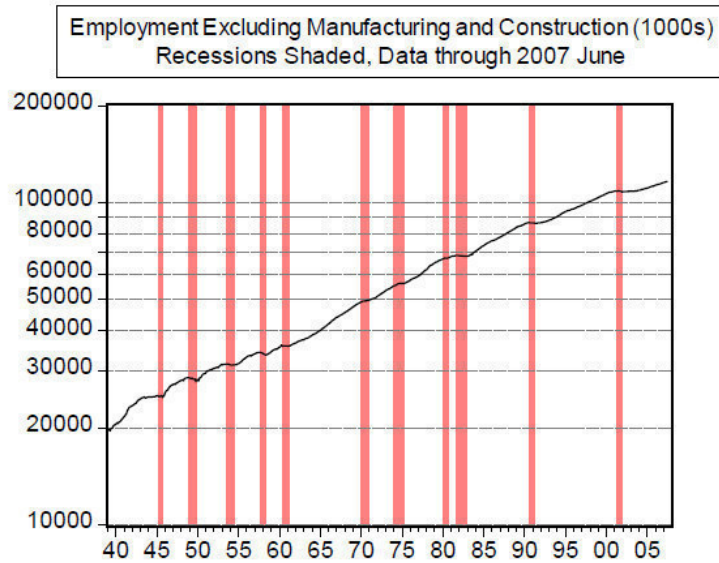
Sin embargo, como señala Leamer (2007), los manuales de macroeconomía no suelen incorporar el sector inmobiliario en su contenido. En palabras de Leamer (2007) “*It allows me to conclude that Keynesian thinking, monetarism, rational expectations and real business cycles all suffer from the same problem – too much theory and not enough data. In particular, none of these comes to grips with the role of housing in modern US recessions*”. Es decir, el pensamiento macroeconómico no llega a enfrentarse con el papel de la vivienda en las modernas recesiones estadounidenses.

A la vez que insiste en que la vivienda es el sector más importante en las recesiones de nuestra economía, Leamer (2007) defiende que cualquier intento de controlar el ciclo económico debe considerar la inversión residencial. Según refiere “[...] *the reason housing is so important in recessions is that homes have a volume cycle, not a price cycle*”.

Como decimos, el sector inmobiliario no está suficientemente estudiado en manuales o tratados de macroeconomía, siendo como es un sector de tanta relevancia y de tanta influencia en el auge y en el declive de su ciclo. El motivo puede ser que es un sector muy fragmentado, atomizado, con empresas fundamentalmente locales, muy granulado en la demanda, que no actúa organizadamente como sector.

Siguiendo a Leamer (2007), las recesiones suponen una gran pérdida de empleo, pero como se puede ver en la siguiente figura, excluyendo las actividades de fabricación y construcción hay poca o ninguna pérdida de empleo.

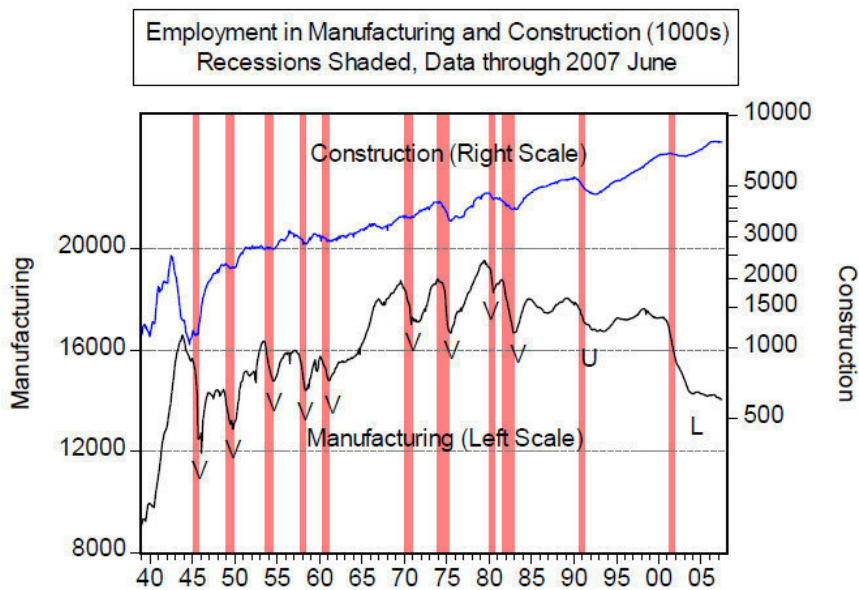
4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Leamer (2007)

Figura 4.24 Pérdida de empleo en los sectores de fabricación y de la construcción

Los sectores con mayor volatilidad en el empleo son la fabricación y la construcción, como se ilustra en esta figura:



Fuente: Leamer (2007)

Figura 4.25 Volatilidad en el empleo en los sectores de fabricación y de la construcción

Ello implica, dado que se conocen los efectos de los ciclos económicos, en este caso inmobiliarios y de la construcción, que deben tomarse las correspondientes precauciones, como recomienda Min Zhu (2014) desde el FMI.

Desde esta perspectiva, interesa remarcar que los cambios en el ciclo inmobiliario, de auge o declive, han tenido una gran importancia en el ámbito financiero, como se expone en esta investigación, y en la denominada economía real.

4. Marco teórico y de referencia

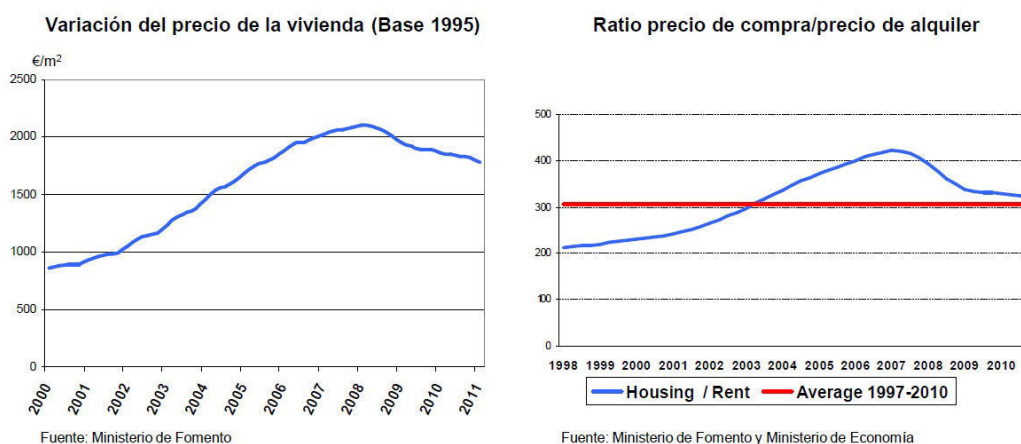
Los estudios del Fondo Monetario Internacional (Zhu, 2014) revelan que de las casi 50 crisis bancarias sistémicas registradas en las últimas décadas, más de dos tercios estuvieron precedidas por pautas de auge y caída en los precios de la vivienda, lo que no ocurre con otro tipo de activos como por ejemplo las acciones.

4.3.10 Sector inmobiliario y estabilidad económica

En resumen, son muchos los datos que apuntan a que los ciclos inmobiliarios pueden ser una amenaza para la estabilidad financiera y macroeconómica. De ahí que sea tan importante vigilar la evolución actual del mercado inmobiliario para evitar que atraviese otro ciclo de auge y caída sin su debida gestión.

Es necesario disponer de datos y mecanismos para detectar la sobrevaloración en los mercados inmobiliarios. El sector inmobiliario es especialmente proclive a una opacidad o escasez en la información (precios, costes), por lo que es de gran interés la creación y disponibilidad de “*indicadores de alerta temprana de una crisis*” (Reinhart y Rogoff, 2011).

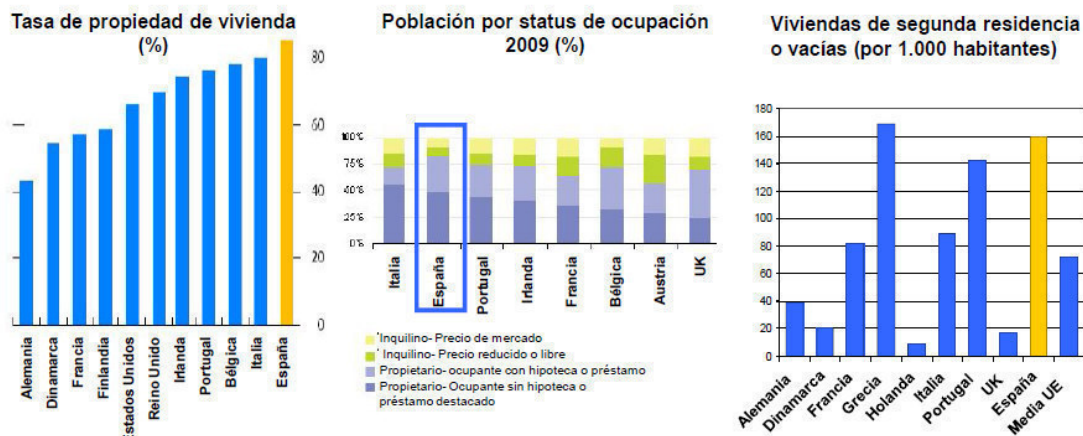
Una manera de hacerlo es analizar los precios a largo plazo que, según la teoría económica, deberían moverse correlacionadamente. Ello significa que, por ejemplo, el precio de los inmuebles y el de los alquileres deberían mantener una relación estable a largo plazo. Si este ratio se desajusta, las preferencias variarían, pues, siguiendo literalmente a Zhu (2014), “*la gente compraría en lugar de alquilar, o viceversa, hasta que finalmente las dos variables volvieran a alinearse. De forma similar, a largo plazo, los precios de la vivienda no pueden distanciarse demasiado de la capacidad de compra de las personas, es decir, de sus ingresos*”.



Fuente: Ministerio de Fomento (2012)

Figura 4.26 Precios de la vivienda y ratio respecto a precio de alquiler

4. Marco teórico y de referencia

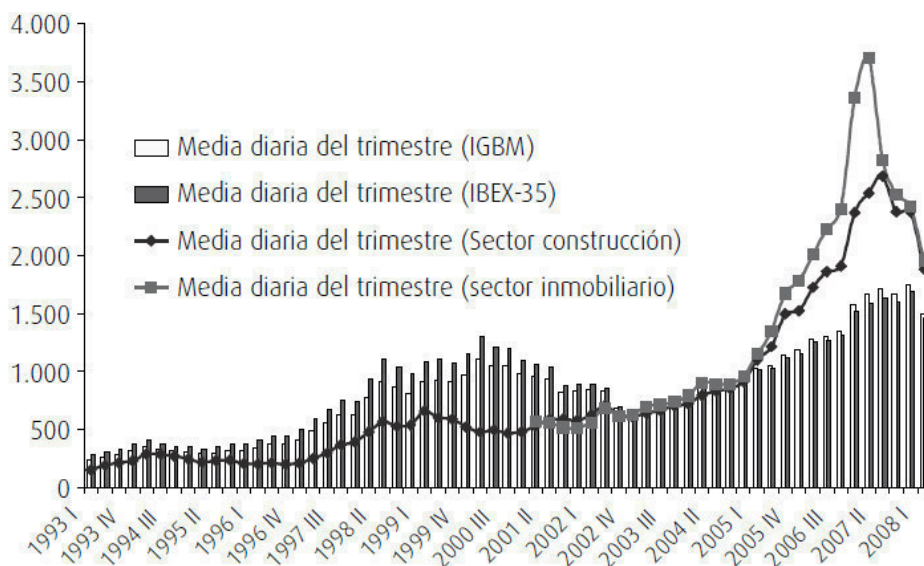


Fuente: Ministerio de Fomento (2012)

Figura 4.27 Tasas de propiedad y de ocupación de viviendas en diferentes países

A título estrictamente informativo, se adjunta a continuación un gráfico con la evolución bursátil de las empresas inmobiliarias durante el último ciclo español. Se observa la correspondencia de su perfil con el de los ciclos inmobiliarios.

EVOLUCIÓN DE LA COTIZACIÓN BURSÁTIL DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCIÓN, E INMOBILIARIO, 1993-2008 (Base 1000 = 31 de diciembre 2004)



Fuente: Naredo, Carpintero y Marcos (2005)

Figura 4.28 Cotizaciones bursátiles de empresas inmobiliarias y de la construcción

4. Marco teórico y de referencia

4.4. El sector financiero

4.4.1 Introducción

En la descripción del sector financiero español es preciso hacer referencia a otros países al efecto de comparar procesos o legislación. Debe, sin embargo, advertirse del hecho que muchas operaciones, especialmente relacionadas con la inversión y la financiación, participan de las posibilidades de globalización de mercados, lo cual incrementa su complejidad y los efectos que pueden derivarse de algunas de ellas.

Así pues, en el sector inmobiliario los activos no pueden ser trasladados físicamente, totalmente cautivos de su ubicación y, por tanto, de la situación económica y social del país en el que se encuentran. Mientras que el aspecto estrictamente inversor y financiero, es decir, el que se corresponde con la aportación de los fondos económicos monetarios necesarios para la inversión, tomando o no como garantía activos inmobiliarios, se benefician de la posibilidad de traspasar fronteras geográficas.

El sector financiero redistribuye o canaliza las economías excedentarias en recursos financieros (ahorradores), a las deficitarias (demandantes de crédito), siendo sus entidades y mercados los que permiten el traspaso de fondos de unas a otras (Calvo, Parejo, Rodríguez y Cuervo, 2010).

Toda inversión precisa ser financiada, es decir, quien la acomete precisa de recursos monetarios para poder sufragarla. Ya sea una inversión en el mercado inmobiliario, especialmente intensivo en capital, o bien en otro proyecto, deben comprometerse recursos en tiempo presente, cuya esperada retribución y recuperación se producirá en el futuro.

Los recursos pueden ser propios o ajenos, siendo una determinada proporción de ambas fuentes la que configura la capacidad inversora de una persona, física o jurídica.

Debe entenderse, y así se tiene presente en este trabajo, la importancia de la proporción de una y otra fuente de recursos en una operación, desde la perspectiva de su coste, de los riesgos asociados y de las exigencias que la legislación o las propias entidades financieras imponen.

Toda financiación, sea cual sea su fuente, tiene un coste y un riesgo. Tanto desde el punto de vista de la inversión, como de la financiación, el riesgo va asociado a una determinada rentabilidad y es una de las más importantes características de todo proyecto, dada la incertidumbre inherente al proyecto de futuro.

4.4.2 Recursos propios

En el apartado de recursos propios (internacionalmente “*equity*”), nos referimos aquí a la denominada autofinanciación, que son aquellos recursos de que dispone un determinado inversor, o aquellos que le es posible generar.

La autofinanciación tiene su determinado coste de oportunidad, es decir, aquella rentabilidad a la que se renuncia por dedicar unos determinados fondos propios a un proyecto o inversión, en lugar de a otro distinto.

4. Marco teórico y de referencia

Los recursos propios, dentro de la misma fuente de autofinanciación considerada aquí, pueden proceder del capital de una empresa o de los ahorros de determinada persona o familia. Asimismo, pueden incrementarse mediante ampliaciones de capital, mediante generación de rentas líquidas, mediante desinversiones que permitan obtener liquidez, sea una venta o el llamado “*sale and leaseback*”, o convirtiendo recursos ajenos en recursos propios.

Las entidades crediticias disponen de recursos propios, representados fundamentalmente por acciones y por beneficios no repartidos, tal como se desglosa en el siguiente esquema de recursos propios de entidades bancarias españolas:

- 1. FONDOS PROPIOS**
 - 1.1. Capital/Fondo de dotación**
 - 1.1.1. Escriturado
 - 1.1.2. Menos: Capital no exigido
 - 1.2. Prima de emisión**
 - 1.3. Reservas**
 - 1.3.1. Reservas (pérdidas) acumuladas
 - 1.3.2. Reservas (pérdidas) de entidades valoradas por el método de la participación
 - 1.4. Otros instrumentos de capital**
 - 1.4.1. De instrumentos financieros compuestos
 - 1.4.2. Cuotas participativas y fondos asociados (solo Cajas de ahorros)
 - 1.4.3. Resto de instrumentos de capital
 - 1.5. Menos: Valores propios**
 - 1.6. Resultado del ejercicio atribuido a la entidad dominante**
 - 1.7. Menos: Dividendos y retribuciones**

Fuente: Asociación Española de Banca AEB (2015)

Figura 4.29 Composición de los recursos propios de las entidades de crédito

4.4.3 Recursos ajenos

En el apartado de recursos ajenos, nos referimos aquí a la deuda en el más amplio sentido. Es decir, recursos que se obtienen de agentes ajenos a la propiedad o a la explotación de determinada inversión, que los ceden a cambio de una rentabilidad o interés. Para quien recibe esos recursos ajenos, es decir, esa financiación, supone un coste equivalente a los intereses o servicio de la deuda, mientras que para quien los aporta supone una rentabilidad congruente con el riesgo que asume.

Pueden hacerse muchas clasificaciones de financiación, pero a título exclusivamente introductorio, se exponen las siguientes:

- Deuda sin coste explícito, también denominada financiación espontánea, que puede proceder del aplazamiento en pagos o cualquier otro aplazamiento de obligaciones. Puede también considerarse aquí algún tipo de subvención.
- Deuda con coste, especialmente definida por intereses a pagar en determinados plazos, dentro de un periodo y condiciones acordados.

4. Marco teórico y de referencia

Otra clasificación de gran importancia, por su simplicidad, por su correlación con riesgos y por su gran relación con diferentes tipos de inversión es la siguiente:

- Deuda a corto plazo.
- Deuda a medio o largo plazo.

Y, a efectos de identificar los agentes que proveen de fondos a quien los demanda, pueden dividirse en:

- Proveedores y acreedores. Se trata de financiación espontánea, normalmente a corto plazo y sin coste. Como ejemplos se pueden citar la cuenta abierta, documentos por pagar y aceptaciones comerciales, el aplazamiento de deudas con proveedores y acreedores, etc.
- Financiación bancaria tradicional, proveniente de entidades financieras. Como ejemplos, los préstamos, créditos, pólizas, descuento de efectos, factoring, confirming, forfaiting, etc.
 - o Entidades de crédito
 - o Establecimientos financieros de crédito
 - o Sociedades de Garantía Recíproca (SGR), y el sistema de Segundo Aval
- Mercado de capitales. Financiación en mercado de capitales. Como ejemplos pueden mencionarse los empréstitos, la emisión de deuda, bonos, obligaciones, etc. Realmente supone autofinanciación.

Debe mencionarse la posibilidad de obtener el derecho de uso de un activo sin disponer de su propiedad, como es el caso del leasing (financiero, con opción de transferencia final, u operativo, sin transferencia final), y las desinversiones sin ceder la ocupación (por ejemplo el “*sale and leaseback*”).

Por último, debe citarse la denominada banca en la sombra, que interviene activamente en los mercados financieros, sin someterse a la misma regulación que las entidades de crédito tradicionales.

Como se expondrá más adelante, quien provee de financiación puede a su vez obtener esos fondos de sus propios recursos o de financiación a un coste menor, lo que permite obtener rentabilidad diferencial existente entre el coste y el rendimiento de la aplicación de los fondos. En el caso de entidades de crédito, además de su capital se financian con los propios depósitos de clientes o recurriendo a financiación mayorista.

En lo referente a garantías, para determinado crédito o préstamo éstas pueden ser personales o reales. Las primeras representadas por la figura de un fiador o avalista. Las segundas por la hipoteca, prenda y anticresis. En esta investigación, nos interesan las garantías hipotecarias.

Puede describirse una más extensa y detallada clasificación de tipos de deuda, pero se entiende suficiente a los efectos aquí perseguidos.

4. Marco teórico y de referencia

4.4.3.1 Mercado de capitales

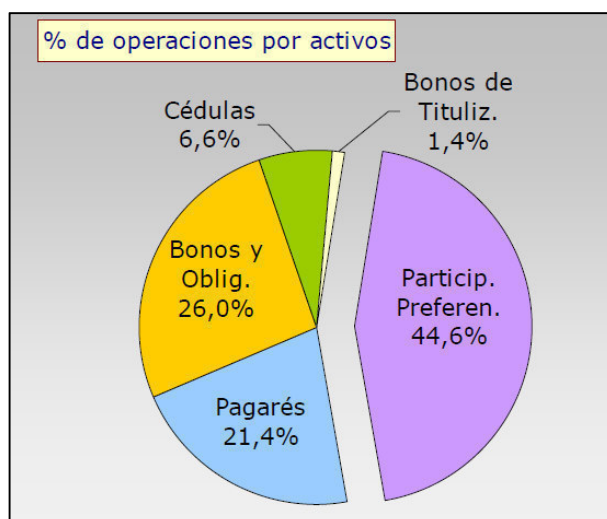
La necesidad de obtener financiación fuera del circuito bancario habitual motiva a organizaciones, públicas y privadas, a buscar recursos en los denominados mercados financieros o de capitales. No nos referimos aquí a la emisión de títulos representativos del capital de una organización, por ejemplo acciones o ampliaciones de capital, sino a la captación de recursos de inversores que aceptan las condiciones de determinada emisión de deuda titulizada.

A título de ejemplo en este punto, el acceso a los mercados puede hacerse emitiendo instrumentos financieros como pueden ser bonos, en busca de la financiación que aportan inversores al adquirir esos activos. En otro apartado se describirá con mayor detalle, referido al sector financiero e inmobiliario, el proceso de titulización de préstamos o créditos, de gran relevancia en todos los aspectos.

Interesa destacar que el acceso a esos mercados de capitales no solamente es propio de las entidades públicas u organizaciones empresariales, sino también, y de forma muy relevante, de las propias entidades de crédito, en busca de nuevos fondos con los que atender la concesión de nueva deuda, o para externalizar riesgos de su balance.

Como ejemplo de la relevancia que la titulización tiene en la captación de liquidez que nuevamente vuelve a integrarse en el proceso de crédito, puede citarse la información de la Asociación Hipotecaria Española (AHE), según la cual a fecha de final de junio de 2015, aproximadamente un 54% de la cartera hipotecaria se estaría financiando a través de títulos hipotecarios en circulación.

Finalmente, y solamente a título de citación, es importante hacer mención a la deuda subordinada y preferente. Se trata de títulos, o valores, de renta fija con rendimiento explícito, cuya naturaleza está en dependencia de un determinado nivel de beneficios de la entidad emisora. La siguiente figura ilustra el porcentaje de operaciones en 2006, que tendría una muy significativa variación tras el inicio de la crisis, que puede identificarse a partir del año 2007.



Fuente: Bolsas y Mercados Españoles (2006)

Figura 4.30 Número de operaciones en el mercado de renta fija AIAF durante 2006

4. Marco teórico y de referencia

4.4.3.2 Financiación bancaria

En lo que corresponde a la correcta asignación de recursos, atendiendo al tipo de inversión y, por tanto, a la óptima evaluación de riesgos, se considera necesario que exista un equilibrio entre plazo de financiación y plazo de inversión.

Toda inversión a medio o largo plazo puede llevar aparejada necesidades de liquidez a corto plazo, que pueden ser soportadas con instrumentos de financiación a corto plazo. Así, instrumentos como las pólizas de crédito o cualquier tipo de descuento de efectos, pueden aportar la necesaria liquidez para este tipo de necesidades, como por ejemplo las puntas de tesorería o pagos de impuestos para determinadas operaciones con inmuebles.

Sin embargo, la inversión a largo plazo debe estar financiada con préstamos o créditos a largo plazo, o a periodos que se correspondan con aquélla.

La financiación a personas físicas o jurídicas que acometen una inversión inmobiliaria, o de forma genérica a organizaciones dedicadas a este sector, puede tener múltiples formatos pero se resumirán aquí en la deuda hipotecaria, entendida ésta como financiación disponibles a medio y largo plazo.

En otro apartado de esta investigación se describe, con el detalle necesario a los efectos de este marco de referencia, el proceso de financiación hipotecaria, así como su eventual posible titulización o cesión.

4.4.4 Estructura del sistema financiero español

Aunque no es objetivo de este trabajo, a título estrictamente ilustrativo, y entendiendo que su descripción es variable a tenor de la evolución de la legislación y de la creciente concertación internacional, la estructura del sistema financiero español se compone, resumidamente y principalmente, de las siguientes instituciones:

- El **Banco de España**, es la máxima autoridad bancaria española, y, también el responsable de ejecutar las políticas del Banco Central Europeo.
- **Entidades de crédito**, encargadas de captar recursos monetarios para posteriormente destinarlos a la concesión de financiación. Entre ellas se incluyen las Entidades de Depósito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito), el Instituto de Crédito Oficial, Establecimientos Financieros de Crédito, Entidades de Dinero Electrónico, Entidades de Pago, Fondos del Mercado Monetario, Otros intermediarios financieros, Auxiliares financieros, Empresas de seguros y fondos de pensiones.

4.4.5 Origen de recursos de entidades crediticias

En un balance el activo recoge la aplicación de los recursos, y en el pasivo se refleja la composición de esos recursos.

En los balances de las entidades de crédito el activo contiene, principalmente, los créditos concedidos a sus clientes, y el pasivo se compone fundamentalmente de los depósitos de los clientes.

4. Marco teórico y de referencia

A continuación, resumidamente, se incorporan los años 2007, 2006 y 2005 (representando el final del ciclo inmobiliario o la excesiva vinculación entre los dos sectores objeto de este estudio), a la tabla anterior.

Obsérvese la relación existente en cada año, entre la cifra de depósitos de la clientela y de créditos a la clientela, lo que indica el recurso a otras fuentes de financiación por parte de las entidades de crédito.

ACTIVO	DIC 2014	DIC 2013	DIC 2012	DIC 2011	DIC 2010	DIC 2009	DIC 2007	DIC 2006	DIC 2005
5.1. Depósitos en entidades de crédito	109.587.658	112.333.209	117.203.516	95.170.449	93.084.458	112.531.180	85.837.906	101.255.786	107.201.377
5.2. Crédito a la clientela	1.366.743.581	1.285.070.299	1.382.559.185	1.403.442.165	1.383.653.173	1.307.386.575	1.146.214.276	1.005.290.480	832.671.776
PASIVO	DIC 2014	DIC 2013	DIC 2012	DIC 2011	DIC 2010	DIC 2009	DIC 2007	DIC 2006	DIC 2005
3.1. Depósitos de bancos centrales	84.179.429	76.596.324	182.723.419	107.508.988	34.819.323	58.935.824	59.118.904	33.252.174	47.115.606
3.2. Depósitos de entidades de crédito	230.974.098	185.309.311	192.416.569	204.676.134	198.459.980	177.942.407	161.409.081	158.123.660	193.154.476
3.3. Depósitos de la clientela	1.192.217.663	1.135.012.959	1.119.359.039	1.090.257.720	1.084.358.582	937.760.686	723.274.767	654.686.322	605.179.300
3.4. Débitos representados por valores negociables	300.357.875	288.992.941	360.427.142	343.180.897	352.194.856	406.398.281	399.360.710	343.570.378	236.261.122

Fuente: Asociación Española de Banca AEB (2015)

Tabla 4.7 Resumen de origen y aplicación de recursos de los Grupos Bancarios en España

Se observa en esta resumida tabla, que, efectivamente, los depósitos y el crédito son las cifras más relevantes. Ello transmite el mensaje de la prudencia que toda entidad financiera, crediticia, debe observar en su gestión, atendiendo a que su principal fuente de recursos son los depósitos de sus clientes. Asimismo, en el uso de los mismos, dado que su principal destino es el crédito, sin duda debe también extremarse la prudencia. Sin embargo, debe entenderse aquí la necesidad de retribuir a clientes y accionistas, lo cual sin duda obliga a obtener la máxima rentabilidad posible, dentro de los parámetros de una buena práctica, de los recursos de que se dispone.

En palabras de Rafael Termes (1995),

Las entidades financieras pueden definirse como empresas que se dedican a recibir dinero de terceros en forma de depósito irregular, al objeto de prestarlo, por su cuenta y riesgo, a los demandantes de financiación, en aquellas condiciones de seguridad y remuneración que razonablemente permitan esperar que será posible la devolución de los depósitos y el pago del interés pactado con los depositantes, juntamente con la generación de un beneficio para los suministradores del capital de riesgo, que constituye la base de garantía para la captación de dichos depósitos.

Para cumplir el cometido de intermediario entre el ahorro y la inversión, las entidades financieras deben, por un lado, crear las condiciones de remuneración, seguridad y liquidez de los depósitos que les permitan fomentar el ahorro financiero, el cual, a su vez, se empleará en la financiación de la inversión productiva; y, por otro lado, establecer las condiciones de disponibilidad, coste y plazo en la financiación a otorgar, para que los recursos se asignen a aquellas actividades y proyectos que sean económicamente más deseables. Un sistema financiero podrá calificarse de eficiente cuando produzca la óptima captación y asignación de recursos, cosa que tendrá lugar en tanta mayor medida cuanto mayor sea la libertad dentro de la que se mueva el conjunto del sistema financiero.

De aquí que los bancos, por la responsabilidad que tienen respecto a sus depositantes —que es mayor y previa a la que tienen respecto a sus accionistas, con ser ésta grande— tienen la obligación moral de invertir adecuadamente los recursos obtenidos de los clientes,

4. Marco teórico y de referencia

asegurándose, hasta donde sea humanamente posible, de que recuperarán el principal y percibirán efectivamente los intereses y comisiones que constituyen la base de la remuneración de los depósitos y del beneficio de los accionistas. Por ello, infringen sus deberes éticos los bancos que, llevados de un desmesurado afán de crecimiento, pagan los depósitos más allá de lo que en cada momento tolera el mercado del crédito, u otorgan el crédito en condiciones inferiores a las posibles, ya que de esta forma ponen en peligro su solvencia y su supervivencia, que son la garantía de los depositantes (Termes, 1995).

Se reproduce, literalmente, una tan larga cita de Rafael Termes dada la importancia de su figura en el mundo del pensamiento y, especialmente, en el mundo financiero. Rafael Termes, autor de numerosos textos, fue presidente de la Asociación Española de Banca Privada (AEB) desde 1977 hasta 1990. Asimismo, entre otras cualificaciones, fue académico de número de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras de Barcelona (1983) y de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas (1991).

Como se observa, el profesor Termes concede a las instituciones crediticias el papel de “intermediario entre el ahorro y la inversión”, lo que puede observarse en el balance consolidado de las entidades antes presentado.

Merece asimismo destacarse la afirmación de la “obligación moral de invertir adecuadamente los recursos obtenidos de los clientes” y que “infringen sus deberes éticos los bancos que, llevados de un desmesurado afán de crecimiento, pagan los depósitos más allá de lo que en cada momento tolera el mercado del crédito, u otorgan el crédito en condiciones inferiores a las posibles, ya que de esta forma ponen en peligro su solvencia y su supervivencia, que son la garantía de los depositantes”.

En otro apartado de esta tesis, y dentro de la discusión de las hipótesis de la misma, se reproducen textos de profesionales de este sector que han compartido tal cometido con el “sector académico”, cuyas opiniones son de gran valor y, como se verá, incorporan una gran anticipación a hechos expuestos en sus textos.

4.4.6 Aplicación de los recursos, rentabilidad y riesgo

Atendiendo a los depósitos de clientes y al crédito concedido puede determinarse un indicador de rentabilidad de gran importancia en las entidades de crédito, como es el margen de intermediación, conocido como “spread”, que señala el margen que se obtiene por prestar los recursos obtenidos de clientes.

Por margen de intermediación entenderemos, pues, la diferencia entre los ingresos financieros y los costes financieros, es decir, la diferencia entre lo que una entidad crediticia cobra por los créditos y lo que paga por los depósitos, aunque incluye también dividendos de participaciones en otras empresas. Esta definición fue parcialmente modificada en 2008 por el Banco de España, separándolo en margen de intereses y margen bruto, sin que ello afecte al resultado.

Por ejemplo, si se otorgan préstamos a una media del 3% de intereses y la retribución media de los depósitos es de un 2%, el margen de clientes es de un 1%.

Para que efectivamente este margen se consolide, deben cumplirse los objetivos acerca del crédito concedido, dado que cualquier situación de no reembolso afectará directamente al margen.

4. Marco teórico y de referencia

Por último, por la importancia que ello tiene, en lo referente a los recursos de los clientes que gestionan las entidades financieras interesa exponer aquí la diferencia entre recursos gestionados de clientes dentro de balance y los recursos gestionados de clientes fuera de balance.

Los recursos de clientes dentro del balance son básicamente los depósitos de éstos, que se destinan a conceder préstamos y créditos.

Los recursos de clientes fuera de balance están compuestos por acciones, fondos de inversión, planes de pensiones, etc., que tienen los clientes depositados en el banco. Este dinero no se utiliza para dar créditos en ningún caso.

Cuando una entidad financiera entra en dificultades, que pueden desembocar en una quiebra o en su cierre, solamente tienen riesgo los recursos de clientes dentro del balance, pues son los dedicados a las operaciones. Los recursos fuera de balance no corren ese riesgo, dado que permanecen en todo momento a nombre del cliente.

4.4.7 Financiación mayorista

Como se ha expuesto, las entidades de crédito se financian de los depósitos de clientes, sean éstos particulares o empresariales. Sin embargo, dada su condición de intermediarios, cuando la demanda de crédito así lo sugiere, pueden recurrir a financiación que les permita disponer de más fondos para prestar.

En lo que se refiere al sistema de financiación denominada mayorista, debe aquí exponerse la emisión de títulos, como pueden ser bonos, obligaciones, pagarés, etc., tema tratado específicamente en otro apartado, que son transmitidos fundamentalmente a inversores institucionales.

Debe advertirse que los activos titulizados que han sido transferidos no figuran ya en el balance de una entidad de crédito.

La Circular 2/2011, de 4 de marzo, del Banco de España, define el “coeficiente de financiación mayorista” como la relación entre la financiación mayorista neta de activos líquidos disponibles y el crédito a la clientela. A los efectos de definir, en esta tesis, lo que se entiende por financiación mayorista, nos atenemos a esta definición.

La citada circular considera financiación mayorista los depósitos de bancos centrales y de entidades de crédito, las emisiones de valores colocadas a inversores mayoristas o institucionales y los depósitos recibidos de profesionales del mundo financiero o de grandes empresas, siempre que no se trate de saldos operativos. Asimismo, toma en consideración los activos líquidos disponibles, entendiendo por tales los saldos en efectivo y en bancos centrales, los depósitos interbancarios y los valores representativos de deuda e instrumentos de capital fácilmente convertibles en liquidez.

En el coeficiente de financiación mayorista se cita también el crédito a la clientela, que en la circular se considera todo el crédito, excepto el interbancario, minorado por las adquisiciones temporales de activos, y por la parte que haya sido objeto de titulización y no haya sido retenida por la propia entidad o grupo.

4. Marco teórico y de referencia

Se reproduce a continuación la tabla que resume los conceptos de financiación mayorista computable, según su inclusión en el coeficiente antes definido.

A.	FINANCIACIÓN MAYORISTA COMPUTABLE (1 + 2 + 3 + 4 + 5 + 6 + 7)
1	Depósitos de bancos centrales
2	Depósitos de entidades de crédito computables
2.1	+ Depósitos de entidades de crédito
2.2	- Fondos recibidos para créditos de mediación
2.3	- Cesión temporal de activos
2.4	- Depósitos recibidos en garantía de derivados
2.5	- Depósitos de entidades del grupo económico
3	Depósitos mayoristas computables
3.1	+ Administraciones públicas
3.2	+ Grandes empresas ajenas al grupo económico
3.3	+ Otras instituciones financieras ajenas al grupo económico
3.3.1	+ Cédulas hipotecarias
3.3.2	+ Cédulas territoriales
3.3.3	+ Bonos de tesorería
3.3.4	+ Resto de depósitos
3.4	- Depósitos a la vista con naturaleza de saldo operativo
3.5	- Depósitos asociados a activos titulizados
3.6	- Fondos recibidos para créditos de mediación
3.7	- Cesión temporal de activos
4	Pagarés y efectos computables
4.1	+ Pagarés y efectos
4.2	- Colocados a clientela minorista a través de la red comercial
4.3	- En poder de entidades del grupo económico
5	Títulos hipotecarios computables
5.1	+ Títulos hipotecarios
5.2	- Valores asociados a activos titulizados
5.3	- Colocados a clientela minorista a través de la red comercial
5.4	- En poder de entidades del grupo económico
6	Otros valores emitidos computables
6.1	+ Otros valores emitidos
6.2	- Valores asociados a activos titulizados
6.3	- Colocados a clientela minorista a través de la red comercial
6.4	- En poder de entidades del grupo económico
7	Pasivos subordinados computables
7.1	+ Pasivos subordinados
7.2	- Colocados a clientela minorista a través de la red comercial
7.3	- En poder de entidades del grupo económico
B.	ACTIVOS LÍQUIDOS COMPUTABLES (8 + 9 + 10 + 11 + 12)
8	Caja y depósitos en bancos centrales computables
8.1	+ Caja y depósitos en bancos centrales

4. Marco teórico y de referencia

8.2	- Reservas mínimas a mantener (media diaria)
9	Depósitos en entidades de crédito computables
9.1	+ Depósitos en entidades de crédito
9.2	- Adquisición temporal de activos
9.3	- Depósitos prestados en garantía de derivados
9.4	- Cuentas de liquidez de los fondos de titulización propios
10	Valores representativos de deuda computables
10.1	+ De administraciones públicas y bancos centrales
10.2	+ De entidades de crédito y otros sectores privados
10.3	+ Adquisición temporal de activos
10.3.1	+ Entidades de crédito
10.3.2	+ Administraciones públicas
10.3.3	+ Entidades de contrapartida central
10.3.4	+ Otros sectores privados
10.4	- Cesión temporal de activos
10.4.1	- Entidades de crédito
10.4.2	- Administraciones públicas
10.4.3	- Entidades de contrapartida central
10.4.4	- Otros sectores privados
10.5	- Valores líquidos prestados o entregados en garantía
10.6	- Valores no líquidos
11	Instrumentos de capital computables
11.1	+ Instrumentos de capital
11.2	+ Adquisición temporal de activos
11.3	- Cesión temporal de activos
11.4	- Valores cotizados prestados o entregados en garantía
11.5	- Valores no cotizados
12	Menos: Posiciones cortas de valores
C.	CRÉDITO A LA CLIENTELA COMPUTABLE (13 + 14 + 15)
13	+ Crédito a la clientela
14	- Pasivos asociados a activos titulizados
15	- Adquisición temporal de activos
D.	COEFICIENTE DE FINANCIACIÓN MAYORISTA (A-B)/C (en %)

Fuente: Banco de España (2011)

Figura 4.31 Financiación mayorista computable de los Grupos Bancarios en España

4.4.8 Provisiones

La morosidad de los créditos afecta en gran medida a los resultados de las entidades de crédito y a sus recursos propios.

4. Marco teórico y de referencia

En lo referente a riesgos, existen diferentes posibilidades de asegurar o cubrir su posible ocurrencia. Entre las opciones posibles está la del autoseguro, que en el caso de entidades crediticias puede corresponderse con provisiones, que se definen más adelante.

Así, al efecto de que los estados financieros —contables— de las organizaciones, puedan soportar estas pérdidas no esperadas, se dotan las provisiones.

La posibilidad de que una organización financiera, y especialmente en el caso de las entidades de crédito, pueda incurrir en pérdidas existe siempre y debería estar contemplada anticipadamente. Estas posibles pérdidas pueden provenir del ejercicio normal del negocio, gestionado con más o menos prudencia, o de situaciones imprevistas o sobrevenidas.

Como expone Pedro Pablo Villasante (2005), en calidad de director general de Supervisión del Banco de España, **una de las principales lecciones de la crisis 1978-1985 fue la necesidad de contar con criterios sanos y prudentes de provisiones de préstamos.**

Siguiendo a Villasante (2005), *“las políticas de provisiones deben tener en cuenta la experiencia de los gestores y la necesidad de anticiparse a los ciclos económicos. Y, sobre todo, la necesidad de proteger la calidad de los activos, la solvencia de la entidad, la confianza en el negocio y su continuidad”*.

En este párrafo se resume una auténtica declaración de principios o, si se nos permite la opinión, una lección de buena praxis en el sector crediticio.

Contablemente, las provisiones son, en realidad, un “pasivo contingente”, que preserva unos recursos, en calidad de gasto, para disponer de fondos en el caso que se materialice el riesgo que se pretende cubrir. Su dotación, más allá de obligaciones regulatorias que puedan imponerse (como así lo hacen las autoridades financieras y el Banco de España en nuestro país), se basa en el principio contable de prudencia, que obliga a reconocer pérdidas aunque éstas puedan ser reversibles. Como se verá, las provisiones afectan directamente a los resultados, en tanto que se imputan a cuentas de gastos y a los fondos propios, ya sea por su afectación a las reservas, o por el consumo de fondos propios destinado a nuevas provisiones.

Dichas provisiones podrán ser revertidas si el riesgo que las provocó no llega a materializarse o si sus efectos desaparecen.

Legislación acerca de provisiones

En determinados sectores, como el financiero y el asegurador, existen unas determinadas provisiones establecidas por ley. Así, por ejemplo, cuando una entidad financiera concede un crédito, debe provisionar una parte de su importe en previsión de que éste pueda entrar en mora, que deberá ampliar si efectivamente se produce ese impago.

Dado que las provisiones, como se ha expuesto, afectan a la cuenta de resultados y a los fondos propios de una entidad, si la mora se incrementa los resultados disminuyen y los fondos propios se deterioran. En el caso de mora, solamente podrán deshacerse las provisiones si el crédito vuelve a la normalidad, si ese crédito desaparece o si se ejecuta la garantía real que colateralizaba el crédito.

En España, las crisis económicas de los periodos 1976-1985 y 1990-1993 confirmaron que cuando los créditos crecen muy rápidamente, al cambiar el sentido del ciclo muchos de ellos

4. Marco teórico y de referencia

resultan fallidos, con graves consecuencias para las entidades crediticias. A tal efecto, el Banco de España obligó a todas las entidades crediticias a destinar un porcentaje determinado de ese crecimiento de créditos a dotar provisiones.

Así, en España, marco geográfico y económico de este trabajo, el Banco de España determinó dos tipos de provisiones:

- Provisiones específicas, que afectan a los créditos impagados o al deterioro de activos.
- Genéricas, vigentes en todo momento para la cartera de créditos.

Sin duda alguna, el crédito hipotecario es, en sí mismo, riesgo, y todos los ciclos conocidos lo han confirmado.

En España se han promulgado diferentes recomendaciones y decretos que han incrementado el importe de las provisiones que deben dotar las entidades financieras en el caso de riesgo inmobiliario por créditos morosos, impagados, fallidos, dudosos, etc.

Para determinar las provisiones que deben dotar las entidades crediticias por los préstamos o créditos con garantía hipotecaria, o las que deben ampliar a las ya existentes si se trata de una reestructuración, hay una quita o se efectúa una dación en pago, debe acudir a la regulación existente que, en este caso, emite el Banco de España.

En concreto, la Circular 4/2004 del Banco de España especifica la clasificación contable de una operación de crédito, para poder determinar las provisiones que le corresponden.

Lo realmente importante no es la condición del prestatario, es decir del deudor, sino el tipo de garantía de la operación y su clasificación contable.

Los riesgos se clasifican en situación normal, subestándar y dudosos, provisionándose un mayor porcentaje según el tipo y la duración de la situación, pudiendo llegar al 100% en los casos de dudosos que tengan más de 12 meses.

En lo relativo a dación en pago, o ejecución hipotecaria, deberán contar con una provisión nunca inferior a la que tuviera el préstamo originario. En función del tiempo que hace que está en el balance de la entidad se dotará por años, desde un 10% el primer año, hasta el 40% el cuarto año.

4.4.9 Participaciones societarias en el sector inmobiliario

En este apartado se trata el doble papel de las entidades de crédito, como acreedores y como accionistas.

Siendo objeto de lo que esta investigación entiende como vinculación entre los dos sectores tratados, las participaciones societarias del sector financiero en el inmobiliario no constituyen el objeto principal de este trabajo. En aras de una mayor concreción, y priorizando el mayor volumen e incidencia, la tesis se centra en la relación entre ambos sectores a través del crédito hipotecario, que incorpora bienes inmuebles como garantía de créditos.

Sin embargo, y entendiendo la importancia que tiene, tanto por volumen de inversión y riesgo correspondiente, como por los motivos que pueden motivar la incorporación de participaciones

4. Marco teórico y de referencia

del sector inmobiliario en la cartera de inversiones de entidades financieras, se trata resumidamente a continuación.

Objetivos de las participaciones

Se ha considerado que las relaciones estables entre entidades financieras y empresas, a través de participaciones accionariales, pueden tener causa en que éstas posibilitan el acceso a una mayor y mejor información de la participada, a efectos de un mayor control en lo que a sus inversiones se refiere (Zoido, 1998).

Ello contribuye a minimizar la selección adversa, que puede provenir de análisis excesivamente basados en resultados de corto plazo. Asimismo, se entiende que la propia empresa participada por una entidad financiera puede ver reducida su capacidad de decisión, pero obtiene unas mejores condiciones de acceso a deuda, debido a la labor de vigilancia de las propias entidades financieras.

Según expone Álvaro Cuervo (García, 1991), las participaciones accionariales en empresas, referidas en nuestro caso a las del sector inmobiliario y de la construcción, responden a los siguientes aspectos:

- Existencia de asimetría de información en las operaciones de préstamo. La participación en el capital posibilita una fuente de información complementaria a la actividad crediticia.
- Asunción del papel de accionista activo, con mayor control sobre decisiones que pueden incorporar excesivo riesgo.
- Incremento del negocio, con un mercado cautivo.
- Apoyo profesional y diversificación de riesgos de la entidad de crédito, por medio de la diversificación de activos.

Pero según el estudio de Zoido (1998), no es una práctica habitual en todos los países. Así, en EEUU no se da esta participación, pues los bancos solamente pueden tomar posiciones de inversión si las empresas presentan problemas de liquidez. En otras situaciones, por ejemplo Japón, con sus conglomerados alrededor de bancos, denominados *keiretsu*, presenta empresas participadas cuyos resultados son especialmente conservadores. Y en Alemania la situación es variada. En definitiva, y siguiendo a Zoido (1998), es en España donde la banca ha desarrollado un papel más activo en lo que a participaciones accionariales en otras empresas se refiere.

En tal sentido, y dentro del ámbito de nuestra investigación, debe resaltarse la poca información existente respecto a participaciones accionariales en empresas del sector inmobiliario y de la construcción, más allá de la que aportan las memorias de cada entidad, aunque sin el detalle preciso para una completa investigación.

Se ha podido obtener una valiosa información del estudio “Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas, 1992-1998”, elaborado por Fernández y Rodríguez (2000), del que se extraen las siguientes tablas:

4. Marco teórico y de referencia

Distribución sectorial de las participaciones empresariales de los grandes bancos (valor teórico-contables (1) en millones de pta. y porcentajes sobre el total)								
	Valor contable				Porcentajes			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
1. Agricultura y alimentación	46.153	36.157	26.046	22.130	8,20	5,39	3,21	2,37
2. Aguas	885	2.928	1.370	1.826	0,16	0,44	0,17	0,20
3. Autopistas	33.079	29.617	40.849	29.265	5,88	4,41	5,03	3,14
4. Construcción e inmobiliarias	145.406	220.455	224.673	271.782	25,84	32,86	27,67	29,14
5. Distribución	10.010	10.933	16.345	11.589	1,78	1,63	2,01	1,24
6. Energía	170.652	178.313	208.366	273.202	30,32	26,58	25,66	29,30
7. Informática	10.455	417	24.493	27.751	1,86	0,06	3,02	2,98
8. Siderurgia, metalurgia y minería	2.407	12.316	18.730	17.699	0,43	1,84	2,31	1,90
9. Química	4.762	6.109	10.703	12.812	0,85	0,91	1,32	1,37
10. Otras industrias	8.384	9.012	7.242	6.571	1,49	1,34	0,89	0,70
11. Telecomunicaciones	111.034	139.706	207.743	223.225	19,73	20,83	25,59	23,94
12. Transportes	4.692	4.046	5.823	3.134	0,83	0,60	0,72	0,34
13. Ocio y turismo	3.807	6.615	6.591	9.370	0,68	0,99	0,81	1,00
14. Otros servicios	11.068	14.210	12.990	22.191	1,97	2,12	1,60	2,38
Total	562.794	670.833	811.962	932.548	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuente: Fernández y Rodríguez (2000)

Tabla 4.8 Participaciones empresariales de los grandes bancos en España (1995-1998)

Distribución sectorial de las participaciones empresariales de las cajas (Valores teórico-contables en millones de pta. (1) y porcentajes sobre el total)								
	Valor contable				Porcentajes			
	1995	1996	1997	1998	1995	1996	1997	1998
1. Agricultura y alimentación	24	32	45	87	0,01	0,01	0,01	0,01
2. Aguas	21.736	20.764	28.929	31.086	10,90	4,17	3,53	3,49
3. Autopistas	31.301	97.709	187.879	177.005	15,70	19,64	22,90	19,86
4. Construcción e inmobiliarias	42.794	166.311	189.686	196.801	21,46	33,43	23,12	22,08
5. Distribución	5.759	3.536	13.623	5.385	2,89	0,71	1,66	0,60
6. Energía	40.985	111.550	220.613	240.270	20,55	22,42	26,89	26,96
7. Informática	745	392	157	196	0,37	0,08	0,02	0,02
8. Siderurgia, metalurgia y minería	2.135	3.142	3.522	3.601	1,07	0,63	0,43	0,40
9. Química	0	0	0	0	0,00	0,00	0,00	0,00
10. Otras industrias	305	532	935	297	0,15	0,11	0,11	0,03
11. Telecomunicaciones	35.476	85.922	162.640	207.068	17,79	17,27	19,83	23,24
12. Transportes	121	69	0	101	0,06	0,01	0,00	0,01
13. Ocio y turismo	12.884	3.600	3.675	14.809	6,46	0,72	0,45	1,66
14. Otros servicios	5.130	3.926	8.630	14.406	2,57	0,79	1,05	1,62
Total	199.395	497.485	820.333	891.112	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuente: Fernández y Rodríguez (2000)

Tabla 4.9 Participaciones empresariales de las cajas en España (1995-1998)

No se dispone, en esta investigación, de series más extensas, pero a los efectos de lo que aquí interesa, y a pesar del periodo que abarca, ofrece una idea suficiente del valor de las participaciones, a valor contable, de su peso respecto al total de las inversiones y de su evolución creciente en los años 1995 a 1998, especialmente en el caso de las cajas de ahorros.

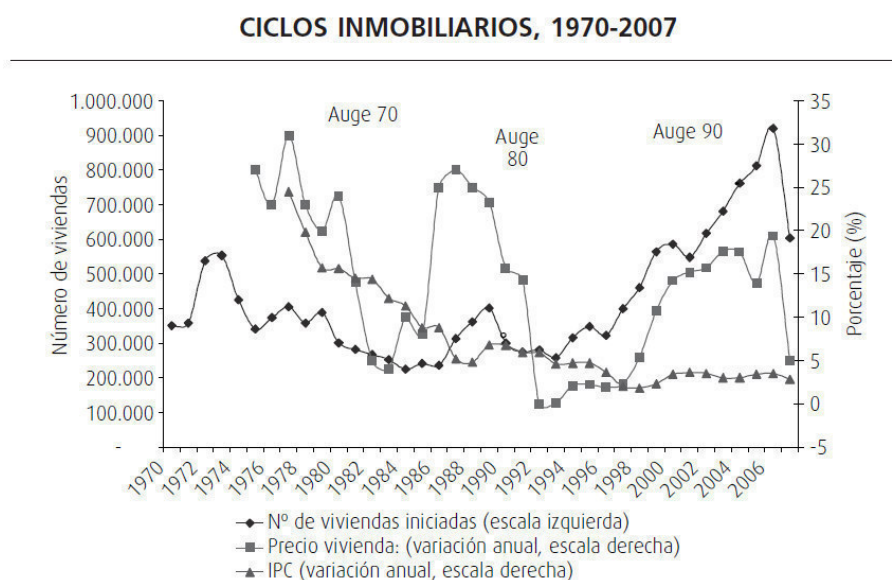
4. Marco teórico y de referencia

Se trata de un periodo que se corresponde con los años posteriores al declive del ciclo inmobiliario que finalizó en 1993, y alejado del reciente ciclo cuyo final puede datarse en 2007.

Obsérvese el desigual crecimiento, a partir de 1995, entre grandes bancos y cajas, tanto en el total del valor contable de las participaciones como en la participación en el sector “construcción e inmobiliarias”.

Tipología de las participaciones

No solamente ha sido en el periodo de auge del ciclo cuando las entidades financieras han tenido un importante papel formando parte de los recursos propios de organizaciones inmobiliarias como accionistas. Al contrario, el declive del ciclo y sus consecuencias conlleva un incremento de la participación en empresas inmobiliarias por parte de entidades financieras, sea ésta fruto de decisiones estratégicas autónomas, o derivada de la necesaria reacción a la situación de crisis.



Fuente: Naredo, Carpintero y Marcos (2005)

Figura 4.32 Ciclos inmobiliarios en España

El periodo que puede identificarse entre los años 1992 y 1997 supone la creación de inmobiliarias, tras el fin del ciclo anterior. El incremento de morosidad, de promotores y de familias, supuso que las entidades financieras incorporaran a sus grupos un relevante número de activos inmobiliarios. De esta época, y por dicho motivo, se crean o crecen importantes organizaciones inmobiliarias.

Es un fenómeno que guarda muchas similitudes con el que se produce tras el final de ciclo del año 2007.

El periodo comprendido entre 1997 y 2001 puede identificarse como el inicio del nuevo ciclo inmobiliario y, por tanto, de su crecimiento. En este periodo, las entidades financieras consideran estratégicamente rentable la entrada en el sector, al hacerse patentes oportunidades de inversión que aportan rentabilidades superiores a las propias de la actividad crediticia. En esta época nacen nuevos grupos inmobiliarios o constructores, con participación de entidades financieras, que acometen proyectos.

4. Marco teórico y de referencia

El periodo que va del 2001 al 2006 supone el de mayor crecimiento en todos los parámetros que definen la actividad inmobiliaria. Los grupos promotores ganan tamaño y, al mismo tiempo, aparecen muchas empresas locales dedicadas a la misma actividad, debido a la facilidad de acceso al sector y al bajo coste del crédito.

Es un periodo que genera grandes rentabilidades, que se reflejan en las cuentas de resultados de las entidades bancarias, y en el que salen a cotizar algunas empresas promotoras.

El periodo del 2006 al 2007 puede considerarse como el pico del ciclo y, por tanto, el que significa su fin. Se trata de una época en la que se suceden algunas compras de grandes inmobiliarias, en algunos casos por empresas de considerable menor tamaño, entre las que destaca la compra de la sociedad inmobiliaria Fadesa por parte de Martinsa que, finalmente, protagonizó en 2008 la mayor suspensión de pagos de la historia española.

En esta época también, algunas entidades financieras transmiten sus sociedades inmobiliarias con notables plusvalías. Puede entenderse, salvo determinados casos, que el sector financiero vendió sus empresas o participaciones inmobiliarias en el momento correcto.

A partir del 2007 se sucede un deterioro muy acelerado del mercado inmobiliario, lo que afecta en gran medida al crédito que financia todo el sector y a todas las operaciones efectuadas, con hipotecas cuyo periodo medio se había incrementado en gran medida.

En la época en que se redacta esta tesis, las entidades financieras, debido a su gran exposición crediticia, y a la creciente presión de la regulación y las correspondientes provisiones, tal vez en la misma línea descrita acerca del periodo 1992-1998, nuevamente promueven vehículos inmobiliarios que asumen el stock de todo tipo de inmuebles, que han aceptado en pago, sea por riesgo de concurso de acreedores o por situaciones de morosidad.

Cabe decir que actualmente, después del año 2007, mediante un proceso de incorporación de activos en el propio balance y de gestión de esos activos, el sector financiero vuelve a tener vehículos de gestión y comercialización inmobiliaria.

Abundando en esto, debe también comentarse la práctica desaparición de las cajas de ahorros, y la fusión de entidades de crédito formando nuevos bancos de mayor dimensión y, por tanto, confirmando un sector más concentrado.

Tras el ajuste derivado del fin del ciclo inmobiliario en el año 2007 aparece nueva regulación, que permite crecer rápidamente a grupos inmobiliarios, que incluso acceden a cotizar en el mercado de valores, como es el caso de las SOCIMI (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario), cercanas al modelo REIT, en un mercado especialmente motivado a recibir ofertas de compra.

Al mismo tiempo, como se comenta en el capítulo correspondiente, aparecen nuevos actores, financiados en los mercados mayoristas, que adquieren a precios aparentemente ventajosos grandes carteras de inmuebles y de créditos fallidos, lo que supone la introducción de un nuevo estilo de gestión en el sector y al mismo tiempo permite a la banca liberar sus balances de activos que deben ser provisionados muy costosamente.

4. Marco teórico y de referencia

4.5 La financiación hipotecaria

Se expone a continuación, una muy resumida descripción del funcionamiento de la financiación hipotecaria, en el marco legislativo de España.

Para tal fin se recurre a la legislación vigente, especialmente precisa en este tema, y a definiciones procedentes de entidades con relevancia regulatoria.

4.5.1 Introducción a la financiación hipotecaria

La hipoteca, como derecho real de garantía, asegura el cumplimiento de una obligación. En la mayoría de casos se trata del pago de un préstamo o crédito, otorgando al titular de la misma derechos sobre un bien, generalmente un inmueble, que sin embargo sigue perteneciendo a su propietario.

Según la legislación española, en caso de incumplimiento de la obligación contraída, como puede ser el pago del principal e intereses de una deuda, el acreedor podrá promover la venta forzosa del bien gravado con la hipoteca, sea quien sea su titular.

La Ley Hipotecaria vigente en España expone en su artículo 104 que *“La hipoteca sujeta directa e inmediatamente los bienes sobre que se impone, cualquiera que sea su poseedor, al cumplimiento de la obligación para cuya seguridad fue constituida”*.

Se trata de una fuerte vinculación, entre un bien inmueble y un préstamo o crédito garantizado por ese activo.

A lo largo de esta investigación, al bien inmueble que sirve de garantía a un préstamo o crédito hipotecario, se le denominará también colateral de esa deuda.

En España, el préstamo o crédito hipotecario, es decir aquel concedido con un inmueble colateral, otorga a la entidad crediticia una garantía preferente sobre el bien hipotecado pero, además, reconoce el derecho a acceder al resto del patrimonio del deudor.

Supone una garantía jurídica muy diferente de la que rige en otras zonas, como por ejemplo en EEUU, cuyos procesos sirven de contrapunto a varios apartados de esta investigación.

El artículo 105 de la Ley Hipotecaria española expone que *“La hipoteca podrá constituirse en garantía de toda clase de obligaciones y no alterará la responsabilidad personal ilimitada del deudor que establece el artículo mil novecientos once del Código Civil”*.

Se trata, pues, de un nivel de seguridad y garantías de muy alto grado, que se traslada a cualquier operación posterior de titulización de activos hipotecarios.

Es decir, la principal obligación contraída en un contrato de préstamo hipotecario está garantizada por un derecho real accesorio, por el cual el deudor no solamente responde con el inmueble hipotecado, sino también con todo su patrimonio. El acreedor no solamente adquiere un derecho sobre el activo inmobiliario colateral, sino también sobre el patrimonio del deudor.

4. Marco teórico y de referencia

Es un derecho reconocido por el artículo 1911 del CC, que recoge lo que se conoce como “responsabilidad patrimonial universal” y establece que “*del cumplimiento de las obligaciones responde el deudor con todos sus bienes, presentes y futuros*”.

Este tipo de seguridad se traslada a toda cesión de crédito y titulización, lo que influye notablemente en la relación entre riesgo y rentabilidad de este tipo de operaciones.

A pesar de que lo expuesto se corresponde con el modelo seguido en la práctica totalidad del crédito hipotecario concedido, en la misma Ley Hipotecaria el artículo 140 establece que “*No obstante lo dispuesto en el artículo 105, podrá válidamente pactarse en la escritura de constitución de la hipoteca voluntaria que la obligación garantizada se haga solamente efectiva sobre los bienes hipotecados. En este caso, la responsabilidad del deudor y la acción del acreedor, por virtud del préstamo hipotecario, quedarán limitadas al importe de los bienes hipotecados, y no alcanzarán a los demás bienes del patrimonio del deudor*”.

Esta gran seguridad jurídica que existe en España, a diferencia del modelo de EEUU, impide la tendencia natural, congruente con la racionalidad económica, según la cual, como expone Robert Merton (1974), cuando el valor de mercado del activo es inferior al valor de la deuda que lo financia, el inversor siempre preferirá devolver el activo que la deuda.

4.5.2 Definición de hipoteca según el Banco de España

El Banco de España (2013), en su publicación “Guía de acceso al préstamo hipotecario”, tratando específicamente sobre la hipoteca que recae sobre una vivienda o cuando la finalidad del préstamo sea adquirir o conservar derechos de propiedad sobre terrenos o edificios, así como en el caso de subrogación de préstamos de promotor, aporta definiciones y directrices que se reproducen aquí.

Se entiende relevante su inclusión en esta investigación dada la importancia de los préstamos y créditos hipotecarios en este trabajo, y la autoridad de la fuente (Banco de España).

El Banco de España expone en la Guía, lo siguiente:

Cuando se trata de un préstamo o crédito de importe elevado, como es el caso de la financiación de una vivienda, hay dos elementos importantes a tener en cuenta: el precio del dinero que se presta (el tipo de interés) y el plazo de devolución.

Los préstamos hipotecarios son, generalmente, préstamos a largo plazo que tienen una garantía especial para la entidad bancaria que lo concede, y por eso tienen un tipo de interés inferior al de otros tipos de financiación que no disponen de esta garantía.

Estos préstamos, como se ha dicho, tienen para la entidad que los concede una garantía adicional a la personal de cualquier otro préstamo: la propia vivienda, que se hipoteca a favor de la entidad bancaria (de ahí su nombre de «préstamos hipotecarios»). En caso de que el cliente incumpla sus compromisos de pago, la entidad puede pedir su ejecución —subasta— para recuperar la suma prestada pendiente de devolución, los intereses no pagados y los intereses de demora y gastos del impago, perdiendo el cliente la propiedad de su vivienda. No obstante, con ello la deuda no siempre queda saldada.

En lo relativo a las finalidades de la hipoteca, el Banco de España expone:

4. Marco teórico y de referencia

La finalidad principal del préstamo hipotecario suele ser la adquisición de una vivienda (un inmueble), aunque también puede dirigirse a financiar su construcción, ampliación o rehabilitación.

El inmueble puede estar destinado a vivienda habitual —como sucede en la mayoría de los casos— o a segunda residencia, o bien puede tener uso comercial —oficinas, locales—. La financiación también puede tener como finalidad la adquisición de terrenos, promociones inmobiliarias, etc.

En ocasiones, los préstamos hipotecarios se conceden con otras finalidades, como aumentar la disponibilidad de dinero del solicitante con el fin de adquirir bienes de consumo, o bien para reestructurar en un único préstamo las deudas vigentes de otros préstamos anteriores. Para ello, el propietario de una vivienda la ofrece en garantía a una entidad para acceder de ese modo a un préstamo, normalmente en mejores condiciones de precio (interés) que las existentes para otros tipos de financiación que no exijan una garantía de este tipo, o bien para reestructurar su deuda global facilitando su liquidación a largo plazo, con lo que las situaciones de dificultad económica transitoria pueden mejorar a corto plazo.

Siguiendo el párrafo anterior, en la Guía, el Banco de España advierte de la importancia de las decisiones a tomar en el ámbito de la financiación hipotecaria:

En ambos casos, si bien la operación puede parecer atractiva a primera vista, hay que tener en cuenta otros factores para una adecuada valoración de la operación a contratar: i) que se está garantizando la devolución del préstamo con un inmueble que podría perderse en caso de impago; ii) los mayores gastos de formalización de un préstamo hipotecario respecto a los de uno personal, y iii) los mayores plazos de los préstamos hipotecarios, que en el caso de ser usados para la financiación de bienes de consumo podrían superar la vida útil del bien adquirido.

La diferencia entre préstamos y créditos se describe en la Guía del Banco de España de la siguiente manera:

Un préstamo es un producto bancario que permite al cliente (que en términos mercantiles se denomina «prestatario») recibir una determinada cantidad de dinero (el denominado «capital» o «principal del préstamo») de una entidad (el prestamista), con el compromiso de devolver dicha cantidad y los intereses correspondientes, habitualmente mediante pagos periódicos (las llamadas cuotas).

Por su parte, un crédito es un producto bancario que permite al cliente (llamado en términos mercantiles «acreditado») ir disponiendo del dinero facilitado por la entidad (acreedora) a medida que lo vaya necesitando, en cualquier cantidad hasta una determinada cuantía (límite del crédito pactado) y en cualquier momento durante el plazo de tiempo acordado. El cliente deberá devolver la cuantía dispuesta, así como los intereses y las comisiones bancarias, en los plazos acordados, si bien también puede devolver parcial o totalmente el importe dispuesto antes de su vencimiento, pudiendo volver a disponer de ese importe en futuras ocasiones durante la vida del crédito, si así se ha pactado.

Se aborda también en la Guía el concepto y función de la garantía hipotecaria:

4. Marco teórico y de referencia

Una característica propia de los préstamos hipotecarios es la garantía específica, adicional a la personal, que se pone a disposición de la entidad prestamista, y que, normalmente, es el propio inmueble (vivienda). La existencia de la garantía hipotecaria permite que la entidad de crédito ofrezca un plazo dilatado de devolución y un precio (tipo de interés) inferior a otras financiaciones, pero tiene como contrapartida la posibilidad de que la entidad, en caso de impago, cobre la deuda (toda o parte) mediante la venta de la vivienda o la ejecución de la garantía hipotecaria.

No obstante, durante la vida del préstamo la vivienda hipotecada es, a todos los efectos, propiedad del cliente (prestatario), quien podrá venderla, alquilarla o incluso volverla a hipotecar, siempre que el prestamista no sea perjudicado por alguna de estas operaciones, que en algún caso podrá limitar, pero no prohibir.

Finalmente, la Guía del Banco de España, tras exponer el concepto de “responsabilidad universal del deudor y la dación en pago”, describe lo que se entiende por ejecución de la garantía:

Las entidades incorporan en los contratos cláusulas que les permiten dar por vencido anticipadamente el préstamo si el deudor deja de atender sus obligaciones de pago por un plazo al menos equivalente a tres meses, pudiendo entonces reclamar judicial o extrajudicialmente al deudor el importe del capital no amortizado del préstamo junto con los intereses ordinarios y de demora y los gastos devengados hasta la fecha de cobro.

Así, cuando se den determinadas circunstancias recogidas en el contrato —normalmente el impago de las cuotas al menos durante el plazo antes señalado—, la entidad prestamista tratará de recuperar no solo la deuda impagada hasta ese momento, sino también el importe restante del préstamo, mediante la venta del bien hipotecado, siguiendo el procedimiento de ejecución judicial establecido en la Ley de Enjuiciamiento Civil o el procedimiento de ejecución extrajudicial —con intervención de notario, pero fuera de un procedimiento judicial— previsto en la Ley Hipotecaria.

Si, tras la adjudicación de la vivienda habitual hipotecada, la suma obtenida fuese insuficiente, podrá solicitarse la ejecución por la diferencia que falte contra quienes proceda.

No hay que olvidar que, en ese caso, el ejecutado quedará liberado —a modo de quita— si su responsabilidad queda cubierta en determinados porcentajes: si satisface el 65 % de la cantidad que quedaba pendiente en cinco años o bien el 80 % en diez. Además, si la propiedad de la vivienda se transmitiese en diez años desde la aprobación del remate o su adjudicación, la deuda remanente que debe pagar el ejecutado se reduciría en la mitad de la plusvalía obtenida en la venta, deduciendo los costes acreditados.

4.5.3 Crecimiento de la financiación hipotecaria

La concesión de hipotecas por parte de las entidades crediticias aceptando un inmueble como garantía puede estar motivada por la necesidad de financiación para determinadas inversiones, estén éstas relacionadas con el sector inmobiliario o no.

Sin embargo, debe comentarse que en situaciones de ciclo inmobiliario ascendente, especialmente en todo lo relativo a tipología residencial, la concesión de préstamos o créditos hipotecarios para la compra de viviendas es especialmente alta.

4. Marco teórico y de referencia

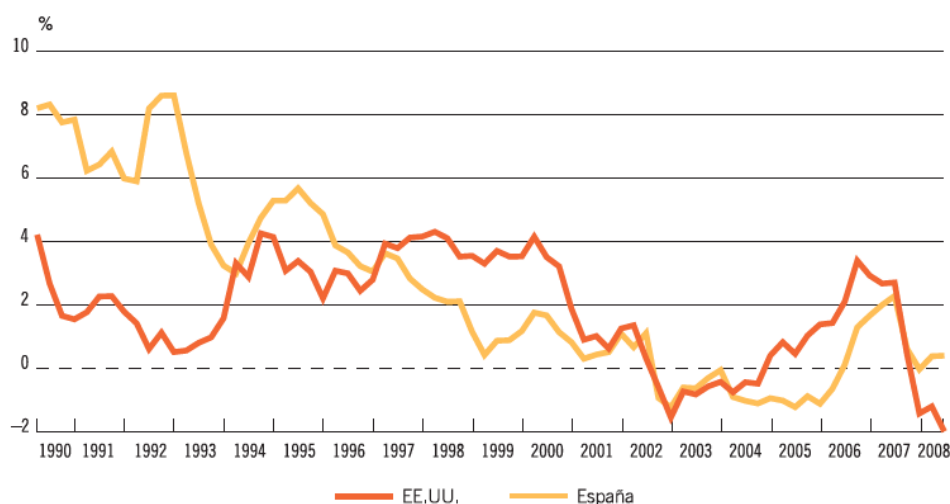
Tal situación puede verse acelerada por la disponibilidad de tipos de interés bajos, gran liquidez en el mercado, necesidades demográficas o, incluso, competencia entre entidades financieras.

Todo ello puede provocar una excesiva concentración del sector financiero en el sector inmobiliario, con los riesgos que ello pueda comportar. Así por ejemplo, en el ciclo inmobiliario de promoción residencial en España, de 1997 al 2007, el 70% de los préstamos y créditos de las cajas de ahorros estaba comprometido con el sector inmobiliario (Suárez, 2011).

En España, durante el periodo del 2002 al 2006 los tipos de interés reales fueron negativos (Suárez, 2011), lo que incentivó la contratación de hipotecas por parte de inversores, especialmente particulares.

Por intereses reales debemos entender los que resultan de minorar el tipo de interés del crédito con la tasa de inflación.

Tipos de interés interbancarios a un año reales (*)



Fuente: Aspachs-Bracons (2009)

Figura 4.33 Tipos de interés interbancarios reales en España y EEUU

Se trata, sin duda, de una situación muy singular: disponer de financiación negativa en términos deflactados.

4.5.4 Crédito promotor y subrogación

Por otro lado, y abundando en el crecimiento desmesurado que puede tener la concesión de deuda hipotecaria, debe describirse el funcionamiento de una gran parte de las operaciones, que provienen de la subrogación por parte del comprador de un inmueble del crédito inicialmente concedido al promotor de un inmueble.

El procedimiento seguido en España se detalla a continuación.

El promotor inmobiliario, que gestiona todos los recursos para edificar en un suelo y posteriormente vender el inmueble, recurre al denominado “préstamo promotor” para financiar la construcción. A través de ese instrumento financiero la entidad crediticia va suministrando liquidez, en proporción al incremento del porcentaje de obra construida. En el momento de la

4. Marco teórico y de referencia

venta, si por ejemplo se trata de viviendas, cada comprador tiene la posibilidad (ejercida en la mayoría de casos) de subrogarse a la parte de ese crédito promotor que corresponde al elemento residencial que adquiere.

De esta manera, la entidad crediticia, a través de la financiación de una nueva promoción, accede a nuevos clientes que asumen una deuda hipotecaria con el inmueble construido como garantía.

El esquema, grafiado de una forma muy simple, es el siguiente:



Fuente: Elaboración propia

Figura 4.34 Financiación hipotecaria a comprador de vivienda a través de crédito promotor

Ello significa que el sector inmobiliario, en el caso descrito de edificación residencial, no solamente es receptor de financiación para nuevas edificaciones, sino también intermediario en la cesión individualizada de esa deuda a cada uno de los nuevos propietarios, en forma de hipoteca.

En cuanto a la financiación a promotores, cabe citar la incorporación de nuevos activos y nuevos riesgos en la citada situación de liquidez y competencia, hasta el punto de financiarse suelo del que, en ocasiones, no se tenía conocimiento de cuándo podría ser puesto en explotación, dada la incertidumbre que en ocasiones ha acompañado el urbanismo en España.

Funcionamiento del préstamo promotor

El sistema habitual de concesión de financiación a un promotor, en el caso que más volumen crediticio ha supuesto para las entidades financieras, como es la promoción de viviendas, se describe a continuación.

Se trata de un proceso habitual en todas las operaciones, conocido en el sector inmobiliario y del que todas las entidades crediticias proporcionan información.

Siguiendo a Montoya (2007) en la descripción que hace del proceso, la entidad crediticia concede un préstamo hipotecario (el denominado préstamo promotor), a una inmobiliaria, por un importe máximo del 80% del valor de la promoción, calculado por una sociedad tasadora homologada por el Banco de España.

Ese préstamo puede estar concedido sin devolución de capital es decir con carencia, pagándose únicamente los intereses durante un plazo similar al necesario para construir y vender.

Debe entenderse que la sociedad tasadora ha valorado una edificación que todavía no existe a valor de mercado y a valor de construcción. Es decir, a partir de un proyecto ejecutivo de un

4. Marco teórico y de referencia

inmueble, y contando con la información de mercado, se determina el valor total de la promoción, y el individualizado de cada elemento que la compone.

Para el promotor, la operación consiste en soportar los costes del suelo y de la construcción hasta la venta final del inmueble, para lo que necesita financiación. Una vez edificado, lo que durante la fase de construcción era una “obra”, pasa a ser un inmueble apto para su uso previsto (por ejemplo residencial), si le es concedida la correspondiente acreditación que legaliza su ocupación. En ese momento puede ser vendido a valor de mercado.

Podemos estimar que el coste de reposición, es decir el valor de mercado menos el beneficio de la promoción, es aproximadamente el 80% del citado valor de mercado, considerando un beneficio del 20%.

El líquido que la entidad crediticia transfiere al promotor, tras la presentación de sucesivas certificaciones de la evolución de la obra, puede llegar al 60% o 65% del valor de mercado, quedando retenido el restante porcentaje hasta el 80% concedido.

Ese déficit de financiación implica que el promotor debe comprometer recursos propios en esa promoción.

Aunque no es objeto de análisis aquí, interesa comentar las posibilidades de que dispone un promotor para cubrir esa diferencia, sin recurrir a fondos propios que en algunas ocasiones son muy escasos. Así, el recurso a deuda de corto plazo (como puede ser una póliza de crédito), o incluso el desvío de financiación de otras promociones, generando un déficit en la obra que ha cedido liquidez, permite sufragar ese diferencial, de forma poco ortodoxa. Otro sistema para obtener financiación sin coste, y su correspondiente liquidez, es la venta sobre plano, que permite el cobro de importes adelantados por el futuro propietario. Para ser fieles a la realidad, debe decirse que el principal método para obtener mayor liquidez, y esto debe entenderse como una absoluta mala praxis, es “lograr” una tasación lo más alta posible, dado el papel determinante del valor del inmueble, que sirve de referencia para todos los cálculos de concesión de financiación, y por tanto el poder decisor de quien lo determina.

En el momento en que se vende cada inmueble se libera el porcentaje de financiación retenido. El comprador de la vivienda tiene la opción, que habitualmente resulta la más rentable, de subrogarse al préstamo hipotecario, por un plazo que no suele ser menor de los 20 años.

Si la propiedad no es vendida no puede transmitirse el préstamo vía subrogación, por lo que el promotor debe asumir el pago de los intereses y, en un determinado momento, empezar a reembolsar también el principal. Ello puede traducirse en una situación muy complicada si se detiene el mecanismo de entrada de flujo de fondos que caracteriza una actividad económica, en este caso la inmobiliaria. El riesgo entonces no solamente es de impago de hipoteca sino, con mayores consecuencias para todas las partes, de concurso de acreedores de la empresa inmobiliaria.

En los dos cuadros siguientes de la tabla 4.10, puede observarse el volumen de la financiación hipotecaria de inmobiliarias y empresas de la construcción en España.

4. Marco teórico y de referencia

Crédito a las Actividades Inmobiliarias (promotor)

Millones de euros

PERIODO	TOTAL	ENTIDADES DE DEPÓSITO			E.F.C
		Total	Bancos y Cajas	Cooperativas	
sep-13	193.691	192.287	183.133	9.154	1.404
dic-13	175.526	174.458	165.682	8.776	1.068
mar-14	169.598	168.355	159.705	8.651	1.243
jun-14	159.994	159.032	150.808	8.224	962
sep-14	154.980	154.254	146.042	8.213	725
dic-14	149.050	148.405	140.400	8.005	644
mar-15	145.471	144.795	136.775	8.020	676

Crédito a la Construcción

Millones de euros

PERIODO	TOTAL	Ingeniería	Obras Públicas	Montajes	Preparación
sep-13	61.309	34.658	15.851	8.450	2.349
dic-13	58.603	33.165	15.364	7.849	2.226
mar-14	56.756	31.154	14.466	8.966	2.170
jun-14	53.864	29.017	14.018	8.681	2.149
sep-14	51.840	28.293	12.973	8.524	2.049
dic-14	48.455	26.269	12.262	7.988	1.935
mar-15	46.571	nd	nd	nd	nd

(*) nd: Dato no disponible

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015b)

Tabla 4.10 Crédito a las actividades inmobiliarias y a la construcción

En el siguiente gráfico, y con el único propósito de dimensionar su peso en el total de la deuda a entidades de crédito comparativamente con otras aplicaciones, se presenta la cifra que corresponde a las actividades inmobiliarias (columna 10):

4. ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC B) Detalle del crédito y los depósitos de las entidades de crédito y EFC

4.18 (1ª parte) Total crédito y total créditos dudosos a otros sectores residentes para financiar actividades productivas (a). Detalle por la actividad principal

Millones de euros

	Total 1=2+3+4+5	Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca 2	Industria (excepto construcción) (b) 3	Construcción (b) 4	Servicios						
					Total 5=6 a 11	Comercio y reparaciones 6	Hostelería 7	Transporte y almacenamiento (c) 8	Intermediación financiera (excepto en tarjetas de crédito) (d) 9	Actividades inmobiliarias 10	Otros servicios (c) 11
09	999 570	23 123	152 199	130 438	693 809	81 105	33 728	43 306	82 515	322 984	130 172
10	1 012 916	23 128	152 376	114 519	722 893	80 203	35 992	47 865	114 302	315 782	128 749
11	970 773	21 782	143 246	98 546	707 198	79 576	35 087	47 732	122 989	298 323	123 492
12	829 788	20 217	131 109	76 217	602 246	76 456	33 644	46 402	105 437	224 015	116 292
13	719 180	18 448	115 465	60 154	525 113	71 928	30 704	41 090	91 052	176 822	113 516
14	R 674 082	17 693	112 268	49 770	494 351	70 416	28 079	34 543	101 374	150 317	109 621
12 /	968 348	21 416	139 850	96 193	710 889	78 145	34 820	47 082	132 076	295 696	123 069
II	944 709	21 085	138 007	91 869	693 749	78 334	34 114	47 566	125 414	286 942	121 378
III	916 389	20 852	135 138	87 794	672 604	75 976	33 530	47 183	117 049	280 245	118 622
IV	829 788	20 217	131 109	76 217	602 246	76 456	33 644	46 402	105 437	224 015	116 292
13 /	798 151	19 138	127 110	69 013	582 891	74 082	32 729	43 283	113 842	204 281	114 673
II	763 059	18 974	122 351	64 195	557 539	73 569	31 683	42 331	97 547	198 432	113 976
III	742 033	18 731	118 251	62 934	542 117	71 530	30 928	41 992	91 478	195 083	111 106
IV	719 180	18 448	115 465	60 154	525 113	71 928	30 704	41 090	91 052	176 822	113 516
14 /	R 712 509	17 756	113 148	58 386	523 218	69 096	29 912	34 862	105 068	170 839	113 440
II	693 553	17 571	110 307	55 436	510 239	69 415	29 696	34 428	100 535	161 218	114 947
III	671 336	17 793	108 673	53 403	491 467	69 049	28 743	34 559	92 073	156 197	110 847
IV	674 082	17 693	112 268	49 770	494 351	70 416	28 079	34 543	101 374	150 317	109 621
15 /	675 779	17 611	109 418	48 063	500 688	70 161	27 708	34 131	110 107	146 613	111 968
II	P 661 450	17 761	110 005	46 090	487 594	71 227	27 116	33 915	103 946	138 329	113 062

Fuente: Banco de España (2015b)

Tabla 4.11 Detalle del crédito según actividad principal

4. Marco teórico y de referencia

Como contrapunto al anterior cuadro, se incluye a continuación el que hace referencia a los préstamos y créditos calificados como “dudosos”, es decir, con situaciones de impagos (columna 21):

4. ENTIDADES DE CRÉDITO Y EFC B) Detalle del crédito y los depósitos de las entidades de crédito y EFC

4.18 (Cont.) Total crédito y total créditos dudosos a otros sectores residentes para financiar actividades productivas (a). Detalle por la actividad principal

Millones de euros

	Total dudosos +15+16 12=13+14+	Agricultura, ganadería, caza silvicultura y pesca 13	Industria (excepto construcción) (b) 14	Construcción (b) 15	Servicios						
					Total 16=17 a22	Comercio y reparaciones 17	Hostelería 18	Transporte y almacenamiento (c) 19	Intermediación financiera (excepto en entidades crédito) (d) 20	Actividades inmobiliarias 21	Otros servicios (c) 22
09	61 913	785	6 222	11 069	43 837	4 178	1 271	1 262	500	32 544	4 083
10	79 719	1 000	6 697	13 888	58 133	4 624	1 911	1 579	855	44 138	5 026
11	109 899	1 420	7 930	17 981	82 568	5 765	2 880	1 975	1 581	63 895	6 473
12	128 415	1 853	11 944	19 693	94 924	8 275	5 645	3 820	2 014	65 082	10 088
13	146 051	2 511	15 151	20 617	107 773	10 869	7 130	5 037	2 920	67 190	14 626
14	R 124 607	2 171	14 354	16 235	91 847	10 795	5 705	5 274	2 448	54 430	13 194
12 /	116 963	1 502	8 531	19 327	87 603	6 057	3 181	2 162	1 681	67 421	7 101
II	136 067	1 633	9 616	21 957	102 861	6 792	4 037	2 888	1 827	78 591	8 726
III	146 866	1 783	10 620	23 143	111 320	7 350	4 561	3 028	2 027	84 989	9 364
IV	128 415	1 853	11 944	19 693	94 924	8 275	5 645	3 820	2 014	65 082	10 088
13 /	123 703	2 144	12 598	17 452	91 509	8 530	6 028	3 917	2 142	60 392	10 500
II	131 768	2 231	14 081	18 710	96 746	9 690	6 318	4 753	2 536	61 379	12 071
III	139 621	2 401	14 882	19 573	102 765	10 173	6 709	4 314	2 814	65 670	13 086
IV	146 051	2 511	15 151	20 617	107 773	10 869	7 130	5 037	2 920	67 190	14 626
14 /	R 140 491	2 324	15 199	19 274	103 693	10 510	6 356	5 266	2 680	64 809	14 073
II	134 906	2 176	15 106	18 046	99 577	10 309	6 290	5 383	2 634	61 331	13 631
III	131 102	2 158	14 641	17 575	96 728	10 949	6 231	5 341	2 322	58 495	13 389
IV	124 607	2 171	14 354	16 235	91 847	10 795	5 705	5 274	2 448	54 430	13 194
15 /	119 065	2 083	13 777	15 450	87 756	10 927	5 398	5 226	2 511	50 948	12 746
II	P 107 380	1 950	13 018	13 715	78 698	10 135	4 925	4 950	2 510	44 437	11 742

Fuente: Banco de España (2015b)

Tabla 4.12 Detalle del crédito dudoso según actividad principal

4.5.5 Valor de la financiación

La financiación hipotecaria toma en consideración la capacidad de devolución de la deuda por parte del prestatario, y el límite de importe que puede ser concedido atendiendo al valor de su garantía.

Disponer de un inmueble como garantía de un préstamo o crédito hipotecario supone conocer el valor con el que ese inmueble puede cubrir la cifra de deuda concedida. A esa relación, que resulta de dividir el importe de la deuda por el valor del inmueble, se le denomina “*loan to value*” (LTV). La regulación española, a través de circulares del Banco de España, ha aconsejado un porcentaje prudencial del 80% en el caso de viviendas y del 60% en el resto, lo que también se traslada a la mayoría de tipos de posteriores titulizaciones.

El siguiente cuadro, ilustra las limitaciones de LTV en diferentes países:

4. Marco teórico y de referencia

Limitaciones máximas del valor del préstamo en relación al valor de la garantía (Máximos LTV)

- Rep. Checa: 70% para inmuebles residenciales y comerciales
- Dinamarca: 80% (residencial) y 70% (comercial)
- Alemania: 60% para inmuebles residenciales y comerciales
- España: 80% (residencial) y 60% (comercial)
- Francia: 80% (residencial) y 60% (comercial)
- Reino Unido: 80% (residencial)
- Hungría: 70% (residencial) y 60% (comercial)
- Irlanda: 75% (residencial) y 60% (comercial)
- Italia: 80% (residencial) y 60% (comercial)
- Luxemburgo: no existe LTV máximo
- Holanda: 125% (residencial)
- Portugal: 80% (residencial) y 60% (comercial)
- Suecia: 75% (residencial) y 60% (comercial)

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2013)

Figura 4.35 Máxima financiación respecto al valor de la garantía en diferentes países de Europa

Sin embargo, el LTV concedido en España en las fases de crecimiento del ciclo inmobiliario no se conocía, situación que corrigió la Circular 6/2008 del Banco de España que obligó a informar de ello. La presión del mercado podía sugerir aceptar porcentajes cercanos o superiores incluso al 100% con el argumento de la potencial revalorización del inmueble, lo que puede entenderse no coincidente con el criterio prudencial aconsejado por el Banco de España.

Siguiendo a Suárez (2011), el precio medio de la vivienda, desde finales de 1997 a finales del 2007, creció un 180,4%, lo que supone un incremento anual del 10,9%. Estos incrementos anuales pueden explicar una parte de la actividad oportunista del sector, que podía ser adquirido “sobre plano” para ser vendido a la finalización de la construcción del inmueble, obteniendo altos beneficios derivados del incremento del precio durante ese plazo de tiempo.

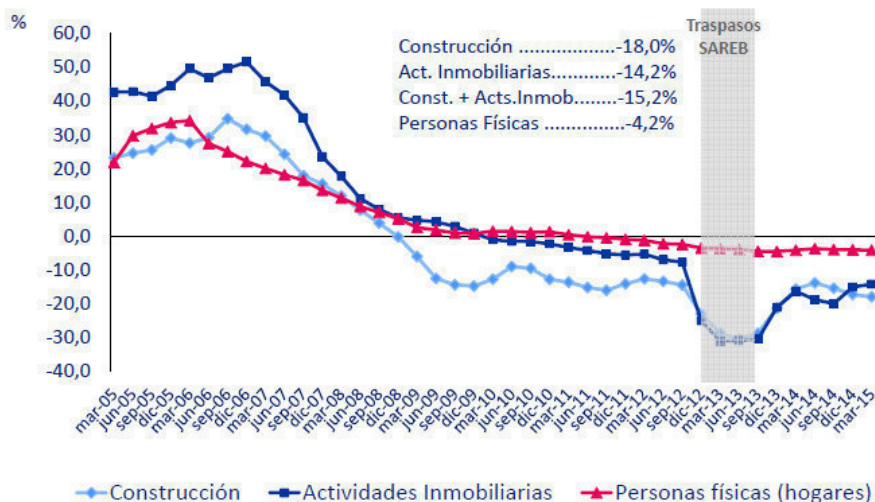
4.5.6 Proceso de originación de un préstamo o crédito hipotecario

El denominado proceso de originación es el que corresponde al análisis y posterior concesión de un préstamo o crédito hipotecario. Se trata de la creación de un contrato, con su correspondiente plazo, en el que se documenta la concesión de un importe en fecha presente, en concepto de préstamo o crédito que deberá ser devuelto en periodos futuros, con un determinado coste establecido por el tipo de interés aplicable, que puede ser fijo o variable.

Se presenta a continuación un gráfico muy ilustrativo de la evolución de la financiación hipotecaria en España a los principales participantes del sector, que permite ser comparado con el perfil del ciclo inmobiliario y que, asimismo, puede ser un punto de partida para estimaciones del desarrollo futuro de la relación entre los sectores financiero e inmobiliario en España. Obsérvese la caída de la financiación a inmobiliarias y empresas de la construcción.

En el cuadro se observa, también, la aparición de la Sareb, absorbiendo activos de otras entidades.

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015b)

Figura 4.36 Tasas de variación interanuales del crédito inmobiliario

En lo referente a vivienda protegida, la caída de la financiación en España ha seguido el mismo perfil que la correspondiente a vivienda libre, como se ilustra a continuación.



Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015b)

Figura 4.37 Tasa de variación interanual de la financiación especial a VPO

El gráfico siguiente muestra la evolución del coste hipotecario, según diferentes índices que determinan el tipo de interés efectivo de financiación con el inmueble como garantía. Resulta de interés observar como desde el año 2009 y muy visiblemente en el 2012, se incrementa notablemente el diferencial con el tipo de interés correspondiente al Euribor.

4. Marco teórico y de referencia

EVOLUCIÓN EN EL TIEMPO DE TRES TIPOS DE INTERÉS DE REFERENCIA OFICIALES



Fuente: Banco de España (2013)

Figura 4.38 Evolución de diferentes tipos de interés de referencia oficiales

4.6 Titulización

4.6.1 Introducción al proceso de titulización de activos hipotecarios

Podemos definir la titulización como un proceso jurídico-financiero que permite a empresas, especialmente a entidades de crédito, financiarse con la transformación de créditos en instrumentos de renta fija y, eventualmente, transmitir ese riesgo.

Como quiera que se trata de un proceso que puede estar relacionado con la vinculación entre el sector financiero e inmobiliario, objeto de esta tesis, cobra relevancia su estudio, por lo que se describe su funcionamiento individualizadamente.

La primera vez que se utilizó la expresión inglesa “*securitization*” fue en el periódico *The Wall Street Journal*, en 1977. En España, donde aparece en 1993, con un creciente número de operaciones hasta el año 2008, para denominarla se emplean los términos titularización, valorización, titulación, o incluso “*securitización*”. Sin embargo, no puede considerarse estrictamente la misma interpretación de la denominación para los diferentes tipos que existen, atendiendo a si realmente existe transmisión del crédito y del riesgo del mismo.

Se trata de un mecanismo que agrupa y transforma flujos futuros de efectivo provenientes de activos en el balance (por ejemplo préstamos y créditos hipotecarios), o de derechos futuros (por ejemplo arrendamientos), en títulos de deuda negociable.

A lo largo de la investigación puede aludirse a lo que se entiende como deuda hipotecaria con las denominaciones préstamo o crédito, indistintamente. En los casos en que no sea necesaria la diferenciación, y su alusión se refiera siempre a deuda hipotecaria, las dos denominaciones

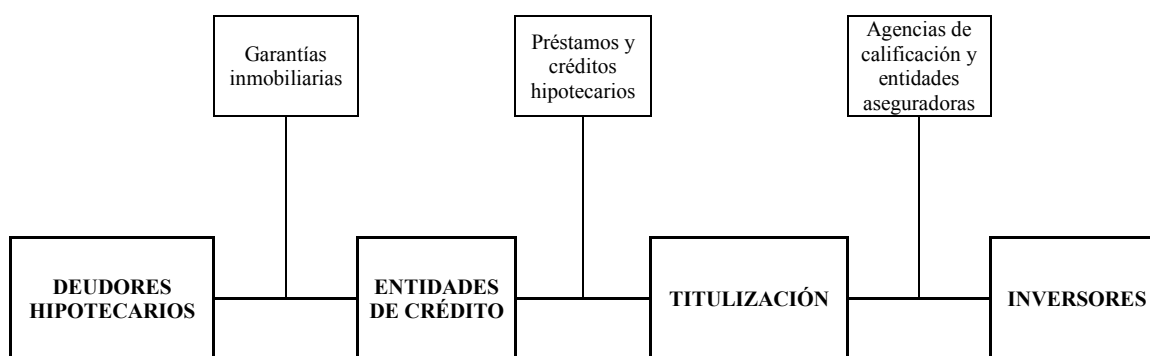
4. Marco teórico y de referencia

pueden considerarse aquí sinónimas, aunque, en rigor, existe una relevante diferencia entre las dos operaciones designadas con los nombres citados.

En lo que interesa al objeto de este estudio, el proceso de titularizar permite, implícitamente, transmitir la posesión o los derechos de un préstamo hipotecario, es decir de la deuda con su correspondiente colateral que actúa como garantía real, a inversores ajenos al proceso de originación y concesión del préstamo hipotecario.

En definitiva, con la incorporación de un nuevo eslabón en la cadena de financiación, resultado de emitir instrumentos financieros cuyo subyacente es una cartera de préstamos hipotecarios, vincula a los propietarios de los inmuebles que sirven de colateral de créditos concedidos con mercados financieros que esperan obtener una determinada rentabilidad con los títulos.

La figura 4.39 presenta un esquema que resume procesos y participantes de una cadena de vinculación, en la que activos crediticios pasan a formar parte de carteras titulizadas.



Fuente: Elaboración propia

Figura 4.39 Cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios

Deben considerarse aquí los criterios de selección de riesgos y rentabilidad que dirigen las decisiones de los inversores que adquieren títulos hipotecarios, que probablemente son diferentes de los inicialmente evaluados por la entidad originadora.

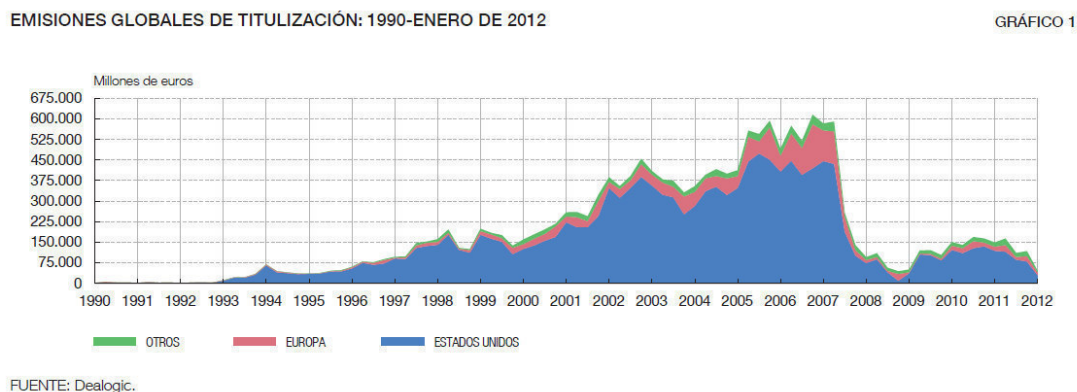
Tiene, pues, gran importancia analizar el proceso de titulización, y de sus rendimientos futuros, como singular procedimiento de cesión de créditos, o de obtención de liquidez, en tanto que forma parte del modelo de financiación de diferentes entidades financieras nacionales, con un alto porcentaje de recurso al mismo.

Se trata de un proceso en el que la entidad de crédito pasa de ser acreedora a compartir tal condición con el de deudora, o en el que se traslada tal condición a otra entidad financiera.

Como se describirá más adelante, la regulación de cada país tiene una gran importancia en la tipología de títulos que pueden ser emitidos, y en las características de los mismos. En España, inicialmente se ha seguido un proceso conservador, el denominado “originar para mantener”, que ha supuesto que no fueran transmitidos los créditos. En EEUU, sin embargo, a través del denominado sistema de “originar para distribuir”, una gran cantidad de créditos hipotecarios fueron sacados del balance de la entidad originadora.

4. Marco teórico y de referencia

Obsérvese, en el gráfico siguiente, la evolución y el volumen de las titulaciones, y su correlación con el ciclo inmobiliario y financiero, que finalizó el año 2007.



Fuente: Arce, Ispuerto y Martín (2012)

Figura 4.40 Emisiones globales de titulización (1990-2011)

En relación con la nomenclatura que se utiliza, debe advertirse que suele asociarse el concepto titulización a la emisión de títulos de renta cuyo subyacente son activos financieros, y así se efectuará en algunos apartados de esta tesis. Sin embargo, en rigor, debe diferenciarse lo que suponen títulos como las cédulas hipotecarias o bonos hipotecarios, en los que la institución emisora mantiene los activos subyacentes dentro de su balance y conserva la responsabilidad de su riesgo, de lo que en sentido estricto se entiende como titulización de los créditos hipotecarios, que supone sacar del balance de la entidad crediticia originadora los créditos y traspasar los riesgos de los mismos a otro agente. Asimismo, en el inicial modelo español, los tramos de emisión denominados “de primera pérdida”, es decir los primeros que no recibirían rendimientos si suceden impagos en los activos subyacentes, dentro de los diferentes que con diferente riesgo estructuran cada titulación, quedan en la propia entidad.

Conviene hacer esta diferenciación, no solamente a efectos terminológicos, sino por lo que en sí significa cada uno de los casos.

En el primero, el inversor está expuesto al riesgo de la institución emisora, es decir, al riesgo de la entidad de crédito que emite esos instrumentos de renta fija.

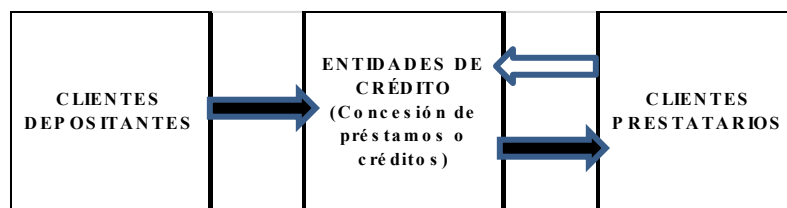
En el segundo está expuesto al riesgo de crédito del prestatario que en su momento solicitó el préstamo hipotecario, que constituye el subyacente del título.

Se ilustran a continuación tres hipotéticas situaciones de la cadena de vinculación, en las que con flechas negras se identifican la concesión de préstamo o crédito, así como el pago por la compra de títulos hipotecarios. Con flechas de fondo blanco se ilustran los pagos periódicos que debe efectuar el prestatario.

En la primera imagen se reproduce una cadena corta de financiación, en la que la entidad crediticia recibe fondos de los depósitos de sus clientes, que invierte en la concesión de préstamos o créditos hipotecarios a prestatarios que los reembolsan periódicamente con sus respectivos intereses. En el esquema debería incorporarse a la propiedad del inmueble, dado que no siempre coincide con el prestatario. Asimismo, deberían considerarse los intereses a favor de

4. Marco teórico y de referencia

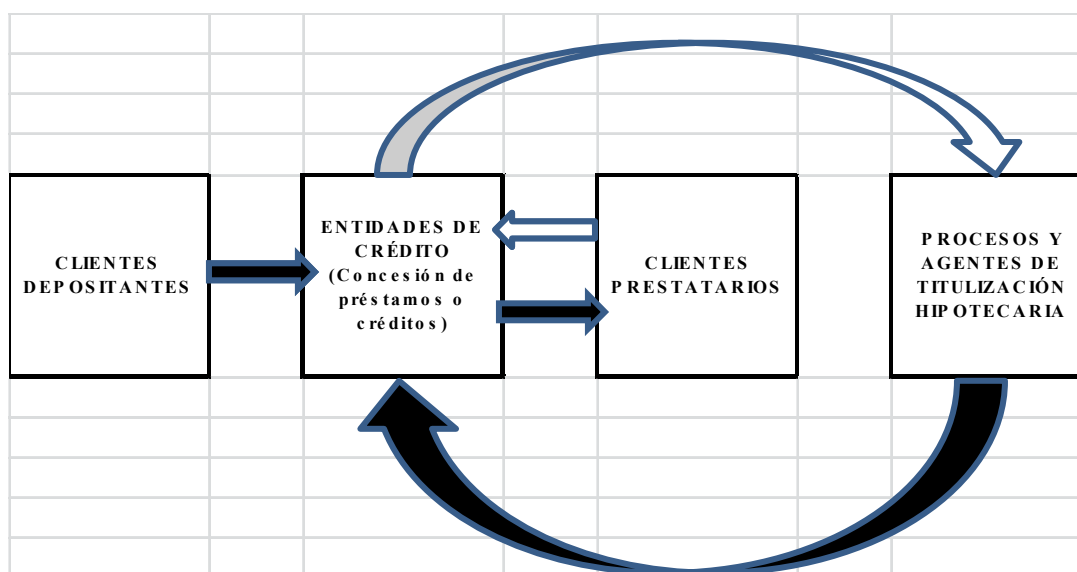
los clientes depositantes, que han sido obviados puesto que no forman parte directamente del sistema crediticio que se representa.



Fuente: Elaboración propia

Figura 4.41 Cadena de financiación basada en la originación de préstamos y créditos

A continuación se muestra un muy esquemático y simple circuito, en el que aparece el mecanismo de titulización (identificado aquí como “sistema de titulización hipotecaria”, que más adelante se describe con suficiente detalle). Se observa cómo las entidades de crédito han titulado préstamos y créditos hipotecarios, por los que han recibido fondos de los tenedores de los títulos (marcado con flecha negra), a los que deben retribuir periódicamente con los cobros de los prestatarios del crédito subyacente (flechas blancas).

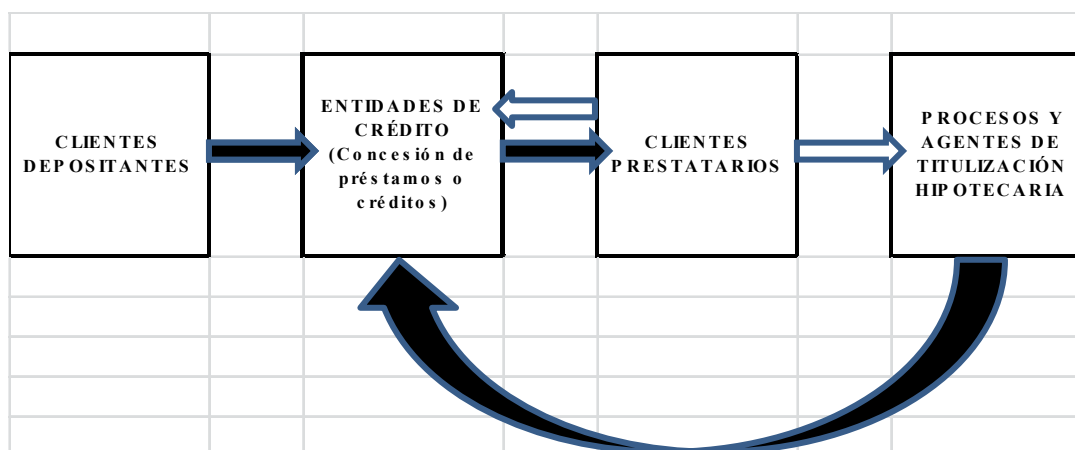


Fuente: Elaboración propia

Figura 4.42 Cadena de financiación en la que los préstamos y créditos originales han sido titulizados, manteniéndose los activos crediticios en la entidad financiera

El circuito puede alargarse más, incrementando la complejidad financiera y regulatoria, con el ejemplo que se graña a continuación, en el que la entidad crediticia originadora del préstamo o crédito hipotecario, transmite la totalidad de esa deuda, a través de títulos hipotecarios, quedando desvinculada de la misma. En ese momento, y sin entrar en el detalle del proceso concreto, es la entidad tenedora de los títulos hipotecarios la que recibe los pagos periódicos del prestatario. Se trata de un esquema muy simple, que no reproduce todos los participantes del proceso, pero que en este punto de la explicación se considera suficientemente ilustrativa.

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Elaboración propia

Figura 4.43 Cadena de financiación en la que los préstamos y créditos originales han sido titulizados, habiéndose transmitido los activos crediticios a los nuevos tenedores de los títulos

Se trata de tres diferentes situaciones, que parten de la originación de préstamos y créditos hipotecarios, ilustradas con esquemas muy simples que no reproducen toda la complejidad de la operación, ni describen a todos los participantes, pero que ilustran un incremento de complejidad, de riesgos y de relaciones entre diferentes agentes.

A lo largo de esta investigación se expondrá la diferencia que supone una u otra situación, así como su incidencia en los denominados riesgos sistémicos.

Asimismo, es de interés conocer las particularidades de los diferentes tipos de instrumentos que conforman los procesos de titulización, y la sucesiva introducción en el mercado, siguiendo la regulación vigente en cada momento de diferentes tipologías.

Fundamentalmente basada en bonos y cédulas hipotecarias, tras el notable incremento de operaciones con bonos procedentes de Fondos de Titulización Hipotecaria y Fondos de Titulización de Activos, FTH y FTA, la actividad de la titulización se redujo a partir del año 2008 de forma paulatina, volviendo a aparecer las cédulas hipotecarias como único, o principal, título con mercado. Debe señalarse, como se desarrolla en otro apartado, que la incorporación de los FTA, tras su entrada en el mercado a través de una circular del Banco de España, supuso un potencial incremento de riesgo. Más adelante se describen estos tipos de titulización.

El proceso de titulización se ha relacionado, en algunas situaciones, con excesos del sistema financiero, con burbujas de crédito y con deterioro en los criterios de concesión del mismo. Sin embargo, puede afirmarse que el proceso de titulización por sí solo no es capaz de generar o amplificar burbujas de activos reales y financieros, pero sí el uso que del mismo se ha hecho por parte de determinadas instituciones financieras o, más concretamente, por quienes las gestionaban o tomaban decisiones al respecto.

En palabras de María del Rosario Martín Martín, *“la titulización sigue padeciendo el estigma de ser uno de los causantes de la inestabilidad económica”* (Martín, 2012).

En el siguiente gráfico, que se incluye a título estrictamente ilustrativo, se observa el crecimiento de la titulización en España en el periodo 1993-2011. Como se puede observar, el

4. Marco teórico y de referencia

perfil del gráfico es similar al que corresponde al ciclo inmobiliario ya expuesto en figuras anteriores.

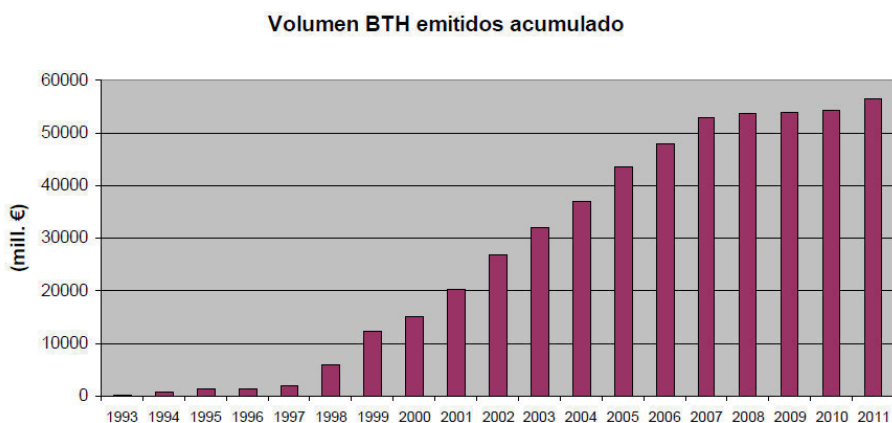


Fuente: Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Fuente: Martín (2012)

Figura 4.44 Emisiones de bonos de titulización en España (1993-2011)

A continuación se presenta la misma información, de bonos de titulización emitidos, acumulada año a año, en la que puede observarse el volumen total en el periodo 1993-2011.



Fuente: Cerezo, Castellanos y Hernández (2011)

Figura 4.45 Volumen total acumulado anual de bonos de titulización hipotecaria (1993-2011) emitidos

Para la redacción de este capítulo, y como guía de estudio para la investigación, se ha seguido el documento “La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial”, de Eva Catarineu y Daniel Pérez (2008), que se citará a lo largo del texto y del que este apartado es deudor. Esta información ha sido complementada con la legislación aparecida posteriormente, especialmente el Real Decreto 716/2009 y la Ley 5/2015, de 27 de abril.

Como se observará, en todo lo relativo a la titulización de activos ha habido sucesivas regulaciones y revisión de las anteriores, atendiendo a las necesidades de la sociedad y a evitar posibles desajustes.

4. Marco teórico y de referencia

La importancia de la titulización

Para los objetivos de este trabajo y el desarrollo de sus hipótesis, tiene una gran importancia la titulización de activos financieros, por lo que supone de extender con un eslabón más la cadena de la financiación con garantía inmobiliaria. Ello se traslada a la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario y, de forma implícita, a los propietarios de los activos colaterales o subyacentes.

Como se verá, la titulización permite, a través de su conversión en nuevos títulos de deuda negociables, trasladar derechos de la deuda hipotecaria, y otros tipos de activos con flujos de fondos asociados, a nuevos tenedores finales que pueden estar ubicados en otros ámbitos geográficos o jurídicos. Dichos tenedores pasan a ser, de facto, acreedores de la entidad emisora de los títulos, cuya liquidez proviene de los pagos del prestatario hipotecario.

La titulización debe pues ser atendida, de forma especial en este trabajo, por tratarse de un caso de innovación financiera que ha tenido una gran incidencia en el sistema financiero internacional y que, por sus características intrínsecas, facilita la obtención de nuevos recursos dinerarios así como la eventual transmisión de riesgo financiero, con sus ventajas y sus riesgos.

En España ha tenido una muy relevante importancia, aunque no ha supuesto una transmisión de riesgos comparable con la de EEUU. Por ello, aunque no es objeto de este estudio, y con la máxima concisión, se expone a continuación una descripción del proceso de titulización, de sus participantes y de los diferentes tipos de activos que lo componen, tanto los subyacentes como los emitidos, con expresa mención a los riesgos inherentes al mismo.

Siguiendo el trabajo de Solano, Guirao y Martínez (2006), “Titulización de activos: efectos sobre el valor de las entidades bancarias”, y citando las referencias contenidas en su estudio, las principales características en relación con las entidades emisoras de las titulizaciones se refieren a la posibilidad de reducir riesgos (no especialmente en el inicial modelo español antes de la regulación de los fondos de titulización) y obtención de fondos para nuevamente integrarlos en el proceso de financiación de las entidades de crédito (Greenbaum y Thackor, 1987; Pavel y Philis, 1987), acceder a una financiación con menores costes, disponer de una mejor distribución de riesgos (Benviste y Berger, 1997; James, 1988), una mejora de la rentabilidad sobre los recursos propios (Wolfe, 2000), y, como se comenta al final de este apartado, una potencial reducción de los requerimientos de capital regulatorio y provisiones (Donahoo y Shaffer, 1991) mejorando el coeficiente de solvencia al permitir extraer activos del balance.

La titulización permite captar fondos a un precio más bajo a través de instrumentos financieros regulados con normas diferentes de los activos subyacentes, lo que además supone un menor coste de la cartera.

Se tratará en este y otros apartados la relación que la titulización de créditos hipotecarios ha tenido con imperfecciones de mercado como la asimetría de la información y la teoría de agencia, así como sus implicaciones en aspectos de selección adversa y riesgo moral, que usualmente tienen sus procesos. Asimismo, se expone la diferencia entre el modelo español de titulización, siguiendo el denominado “originar para mantener”, respecto del establecido en EEUU, consistente en “originar para distribuir”.

En España no ha sido posible la distribución de títulos hipotecarios con préstamos hipotecarios de baja calidad. Sin embargo sí ha sido posible invertir en los emitidos en otros países, como

4. Marco teórico y de referencia

por ejemplo los célebres títulos que incorporaban hipotecas “*subprime*”. Asimismo, títulos emitidos en España han podido ser adquiridos por inversores internacionales, facilitando financiación a las entidades emisoras. En definitiva, la globalización de los mercados y la propia naturaleza de títulos de renta negociable permiten que su tenencia sea ajena a los límites geográficos.

Los riesgos asociados a la titulización, es decir de los títulos, y su transmisión al sistema financiero vinculado al inmobiliario serán tratados en otro apartado posterior. Para complementar la lectura de este capítulo, sin embargo, debe advertirse del hecho que, tratándose de activos de inversión, incorporan una determinada rentabilidad y su correspondiente riesgo, que está definido y asumido por el mercado.

Es decir, la titulización es un proceso a través del cual se agrupan en un fondo común ciertos tipos de activos para transformarlos en títulos negociables, cuyos compradores luego perciben el principal y los intereses de su rendimiento.

Se trata de un proceso que incorpora una gran dependencia de la calidad crediticia de los activos subyacentes. Así, pueden darse casos de originación deficiente de créditos, métodos defectuosos de valoración o una supervisión regulatoria insuficiente.

4.6.2 Concepto de titulización

La titulización consiste en transformar un conjunto de activos poco líquidos en una serie de instrumentos negociables, líquidos y con unos flujos de pagos determinados. (Catarineu y Pérez, 2008), es decir, en la conversión de activos en valores negociables (Freixas, 1993).

Al referirnos a activos poco líquidos nos estamos refiriendo a los denominados activos subyacentes de los diferentes tipos de instrumentos negociables.

Siguiendo a Solano, Guirao y Martínez (2006), en palabras que transcriben de Blanco y Carvajal (2000), el proceso de titulización “*supone la transformación de un conjunto de activos heterogéneos en cuanto a sus características financieras (valor nominal, intereses, índice de referencia, vencimiento, sistema de amortización, riesgo, etc.) en otro paquete de activos seriados, de mayor importe, fácil transmisión, líquidos, de igual amortización y con riesgo crediticio mejorado*”.

Como exponen Catarineu y Pérez (2008), el abanico de activos susceptibles de titularizar, que como subyacentes respaldan las emisiones, es muy amplio y no solamente incluye derechos de crédito presentes (préstamos hipotecarios, tarjetas de crédito, préstamos al consumo, préstamos para la financiación de automóviles, bonos de renta fija, bonos de titulización, etc.), sino también futuros (rendimientos de explotaciones, derechos de autor, ingresos por arrendamientos inmobiliarios, etc.).

Aquí nos ceñiremos a los préstamos y créditos hipotecarios, que efectivamente constituyen derechos de crédito presentes, es decir, que generan flujos de fondos futuros.

A su vez, y a efectos de introducir una nomenclatura común a todo el proceso, por activos subyacentes entenderemos los préstamos y créditos hipotecarios que, a su vez, tienen como colaterales los activos inmobiliarios (en tanto que garantía real de la deuda).

4. Marco teórico y de referencia

Es decir, el activo inmobiliario es el colateral del préstamo hipotecario que, a su vez, es el activo subyacente del título negociable emitido.

Tal como señalan Catarineu y Pérez (2008), la titulización permite transformar activos heterogéneos, que en su gran mayoría no son negociables y de importes relativos reducidos, en títulos líquidos homogéneos, de mayor importe y susceptibles de ser vendidos, transferidos o cedidos.

En el modelo español, y como característica importante, la titulización ha priorizado la financiación de las actividades crediticias, obteniendo nueva liquidez, frente a la estricta transferencia de riesgos.

Mediante la titulización, *“las entidades españolas han encontrado una vía para financiar el crecimiento de la actividad, al tiempo que han mantenido una estrecha relación con su clientela, característica fundamental en un sistema bancario en el que predomina la banca tradicional minorista”* (Catarineu y Pérez, 2008). Efectivamente, el modelo crediticio español se basa en organizaciones cercanas al mercado, con un importante volumen de depósitos de clientes, lo que, como se comentará en este estudio, tiene gran importancia en el riesgo reputacional.

El mantenimiento de la cadena completa de eslabones de vinculación supone que todas las partes quedan implicadas de una u otra forma.

A través de la cadena de vinculación, queda interconectado el propietario del inmueble que sirve de garantía, con el prestatario de la deuda hipotecaria, que pueden coincidir en una misma persona física o jurídica. El citado prestatario hipotecario con la entidad hipotecaria, a través del préstamo o crédito hipotecario. La entidad crediticia, a través de un determinado proceso de titulización, directamente o indirectamente, queda vinculada con los tenedores de esos títulos. Lo que finalmente, de una u otra forma, interconecta a los integrantes del primer eslabón, representado por la deuda hipotecaria garantizada con un inmueble, con los tenedores de los títulos que se sitúan en el tercer eslabón.

En otro apartado de esta investigación, se expondrá cómo esta cadena de tres eslabones puede extenderse mucho más, incluyendo títulos hipotecarios (por ejemplo cédulas hipotecarias, que se describen más adelante) en otros nuevos títulos, o incorporando instrumentos de cobertura que asimismo pueden estar asegurados por nuevas coberturas, como se verá al describir los instrumentos denominados CDS. Todo ello genera una gran complejidad en el proceso, la intervención de muchos participantes con objetivos y motivaciones diferentes, mucha dificultad en valorar cada nuevo instrumento financiero basado en otro previo y, sin ninguna duda, un riesgo cada vez mayor.

Valoración de títulos

Determinar el valor de los activos es algo de gran complejidad y de gran relevancia para el éxito de una emisión.

Una participación notable en el proceso es la de las entidades de calificación crediticia (agencias de rating).

4. Marco teórico y de referencia

En España, la participación de estas entidades es exigida por la Ley 19/1992, que en su artículo 5.8 indica que deben ser entidades independientes y reconocidas por la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores).

Para determinar el rating de titulizaciones hipotecarias deben considerarse múltiples aspectos y, adicionalmente, proyectarlos a futuro. Entre ellos, y fundamentalmente, se evalúa la calidad del crédito, la capacidad financiera del emisor y la regulación en la que se basa.

En lo relativo a la calidad del crédito, interesa especialmente a esta investigación el análisis que se efectúa del ratio entre el importe del crédito y el valor del inmueble, conocido como LTV, además de todas las restantes características de la deuda.

Tal análisis debe ser complementado con estudios cualitativos, como fundamentalmente son todos los relativos a los riesgos y a la protección de los mismos, así como de todos los participantes en el proceso.

4.6.3 Objetivos de la titulización de activos

Las entidades financieras transforman créditos, ya sean hipotecarios o de otro tipo, en títulos que son transmitidos a inversores, con la consiguiente entrada de liquidez y, eventualmente, transfiriendo el riesgo asociado a esos préstamos.

Dicha liquidez puede ser destinada a la concesión de nuevos préstamos, además de mantener unas determinadas funciones respecto a los títulos que pueden ser objeto de retribución.

Así pues, el proceso de titulización de activos incrementa la liquidez e ingresos por comisión para la entidad financiera originadora, puede disminuir el riesgo del crédito y, consecuentemente, aportar una mejora en los indicadores de gestión de la entidad originadora.

Por otro lado, en cuanto a sus inconvenientes, supone incurrir en costes de titulización derivados de la creación del vehículo financiero (sin considerar aquí aspectos relacionados con su fiscalidad).

En el estudio que interesa a este trabajo nos ceñiremos exclusivamente a los títulos hipotecarios, es decir, aquellos cuyo subyacente son créditos hipotecarios que, a su vez, tienen como colateral un inmueble que sirve de garantía.

El impacto que la titulización tiene en los agentes del sector inmobiliario, a través de los activos inmobiliarios que sirven de garantía a los créditos hipotecarios titulizados, supone la traslación de derechos del crédito a eslabones más alejados del activo subyacente y por tanto del colateral del mismo.

De forma esquemática y recopilatoria, siguiendo a Catarineu y Pérez (2008) y a Losada (2006), se presentan los tres principales motivos que pueden existir para titular: captación de liquidez, transferencia de riesgo y mejora del coeficiente de solvencia.

Captación de liquidez es el principal objetivo de la titulización, que proviene de la venta de los títulos, directamente o a través de fondos de titulización.

Transferencia de riesgos. Debe advertirse de la gran diferencia entre el modelo español, de originar para mantener, del americano de originar para distribuir, siendo el primero mucho más

4. Marco teórico y de referencia

prudente. Puede considerarse que cuanto mayor es el riesgo, más alto es el grado de titulización. En definitiva, transferir riesgos supone eliminarlos de los propios balances.

Coefficiente de solvencia. Aunque no es un objetivo propio del proceso, es importante la contribución que tiene la titulización en lo referente al coeficiente de solvencia que deben cumplir las entidades crediticias, dado que permite la reducción del volumen de activos en sus balances. Este tema será tratado en otro apartado de esta tesis, relacionado con el valor de los activos y su influencia en la vinculación de los sectores financiero e inmobiliario.

4.6.4 Participantes en el proceso de la titulización

En un proceso de titulización intervienen o pueden intervenir diferentes agentes. Siguiendo a Martín (2011), Aláez (2009) y el trabajo de Ashcraft y Schuermann (2008), a continuación se nombran los más representativos dentro del marco de actuación español.

El originador, o emisor. Es la entidad crediticia que posee el activo no líquido e inicia el proceso de titular. En el caso que ocupa a este estudio se trata de la entidad financiera originadora de los préstamos o créditos con garantía inmobiliaria.

El administrador. Es la entidad que recibe y gestionará los activos titulizados.

El vehículo emisor o titular. Sociedades que adquieren los activos titulizables y emiten los bonos.

El tomador o “*underwriter*”. Intermediario que suministra o adelanta los fondos que necesita el originador y que, una vez emitidos los bonos, procurará vender a los inversores finales.

Inversores. Empresas o particulares que adquieren los bonos o demás títulos. En el caso de los denominados “inversores institucionales” se trata de instituciones de inversión colectiva, fondos de pensiones y compañías de seguros.

Calificador de riesgos. Los bonos a emitir, en la gran mayoría de casos, son clasificados por una entidad especializada que evalúa el riesgo. Las agencias de rating más conocidas, y que tienen un alto protagonismo en la calificación de toda emisión de deuda, son S&P, Fitch y Moody's.

Depositario. Bancos, sociedades financieras, empresas de depósito u otro ente especializado para custodiar los títulos de crédito y valores que integran los activos de estos patrimonios.

Instituciones. En España, fundamentalmente, la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), el Banco de España, la AIAF (Mercado de Renta Fija S.A.), Iberclear (Depositario Central de Valores Español).

El proceso de titulización puede implicar la creación de un vehículo denominado de “propósito único” (SPV), que compra la cartera de créditos para posteriormente efectuar una emisión de bonos de titulización.

4.6.5 Tipología internacional de titulizaciones según activo

Considerando un ámbito internacional en lo que a definición y tratamiento de activos de titulización se refiere, y atendiendo al vencimiento de los títulos emitidos, en opinión de Catarineu y Pérez (2008) pueden distinguirse dos grandes tipos de procesos, según sean a corto o largo plazo.

4. Marco teórico y de referencia

Procesos de emisión de títulos a corto plazo, usualmente no superior a un año (ABCP, “*Asset-Backed Commercial Paper*”). Los fondos o vehículos que los emiten suelen denominarse “*conduits*” e incorporan programas de papel comercial o de pagarés de titulización.

Procesos de emisión de bonos a largo plazo (ABS “*Asset-Backed Securities*” y CDO “*Collateralized-Debt Obligations*”), entre los que también estarían incluidas las titulizaciones sintéticas, que se describen más adelante, en las que no se emiten valores.

Los ABS están respaldados, fundamentalmente, por préstamos hipotecarios. A efectos ilustrativos pueden nombrarse aquí, por su gran relevancia, los RMBS (*Residential Mortgage-Backed Securities*) o los CMBS (*Commercial Mortgage-Backed Securities*). Suelen ser riesgos homogéneos.

Los CDO, de gran aplicación en EEUU, Gran Bretaña y Alemania, incorporan una cartera más heterogénea, con diferentes instrumentos titulizados, como son todo tipo de bonos (incluso de titulización, como los CDO de ABS, o CDO al cuadrado si es de otro CDO) o préstamos *Collateralised Loans Obligations* (CLO), y, en general, muchos diferentes tipos de subyacente. Se trata de activos con una gran complejidad, muy difícil valoración y un elevado nivel de apalancamiento, lo que en general se traduce en un gran riesgo.

En el caso de los ABS y los CDO se valoran sus riesgos de manera muy diferente. Así, se tienen en cuenta las probabilidades de impago, es decir, las pérdidas que se obtendrían en caso de que se produjera el impago, y las correlaciones de los impagos entre los distintos componentes que forman parte de la cartera de activos que se titulan.

En España prácticamente no han existido emisiones ABCP ni CDO, siendo mayoritariamente un mercado de ABS, con carteras muy granulares de activos homogéneos (Catarineu y Pérez, 2008).

Conte (2014) opina al respecto (el subrayado es nuestro):

[...] para no interrumpir la cadena de concesión de préstamos hipotecarios, poder acceder a más dinero y cumplir con los requisitos de Basilea II, los bancos procedieron a la titulización de los préstamos empaquetándolos en títulos conocidos como MBS (Mortgage-Backed Securities o bonos garantizados por hipotecas), activos que son creados y vendidos para sacarlos de balance y poder obtener nuevos fondos con los cuales financiar la concesión de nuevos préstamos hipotecarios. Para sacarlos de balance los propios bancos crearon los SIV (Structured Investment Vehicles o Vehículos de Inversiones Estructuradas) que son unas instituciones virtuales que escapaban a la consolidación de sus balances con los balances de los bancos que los crearon. Los SIV compraban una buena parte de los MBS quienes a su vez los vendían a otras instituciones financieras. Para la venta del resto de los MBS, se contrataban los servicios de la banca de inversión quienes colocaban esos MBS a Fondos de Inversión, Sociedades de Capital Riesgo, Compañías de Seguros, etc. Los bancos de inversión, combinaron estos MBS (aparentemente con riesgo bajo) con otros bonos respaldados por activos diversos y con un riesgo mayor creando así otros títulos llamados CDO (Collateralized-Debt Obligations u obligaciones de deuda garantizadas). Dentro de un CDO, esta combinación de bonos se hace a través de tramos (tranches) con distintos riesgos: desde riesgos muy altos (equity) a riesgo muy bajo (senior), con la idea de que el tramo con menos riesgo sirviera de cobertura mínima frente al tramo más arriesgado. Con el CDO se pretendía conseguir mayores rentabilidades con un riesgo aparentemente más diversificado. El problema que no se vio (o no

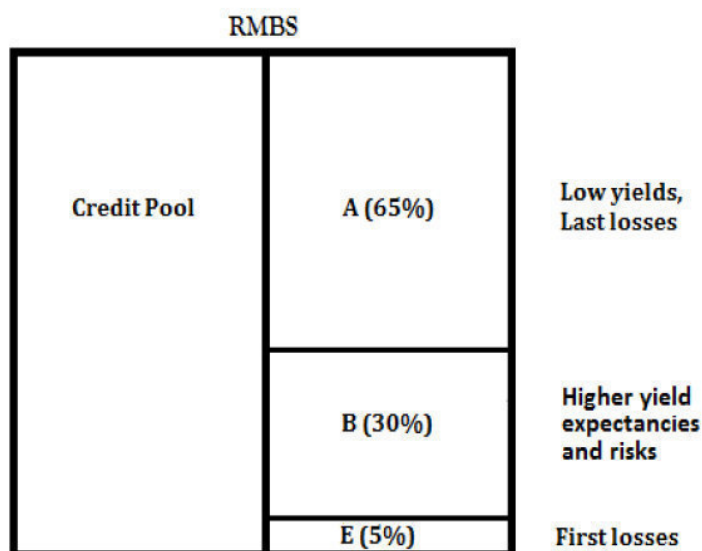
4. Marco teórico y de referencia

se quiso ver) es que tanto los MBS como los CDO son activos cuyos valores en el mercado son muy sensibles a la variación de los tipos de interés y al comportamiento de los precios de los inmuebles. Precisamente fue la caída del precio de los inmuebles lo que produjo una caída del valor de estos títulos (Conte, 2014).

Independientemente de la gran complejidad que puede observarse tras esta descripción, interesa a esta investigación resaltar el último párrafo del texto de Conte (2014), en el que se señala la sensibilidad de los títulos al cambio de los tipos de interés y a la variación del valor de los inmuebles, aspectos que deben considerarse siempre incorporados a cualquier análisis de riesgo de crédito, que forma parte del estudio de una emisión de titulización.

Asimismo, debe resaltarse aquí la labor de estructuración de títulos, especialmente los antes citados CDO, dotándolos de diferentes tramos, con diferentes riesgo y rentabilidad cada uno.

Se ilustra, con la siguiente figura, una sencilla división de un activo estructurado en tres tramos, de manera que cada uno se diseña con diferentes tipos de rendimientos y riesgos, lo que permite acceder a una mayor segmentación de inversionistas con diferentes grados de aversión al riesgo.



Fuente: Beyer y Lars Bräutigam (2013)

Figura 4.46 Tramos de estructuración de títulos

A los diferentes tramos de la estructura se les denomina tramos “*junior*”, a los que siguen los tramos intermedios “*mezzanine*”, para llegar, finalmente, a los tramos “*senior*”, además del “*equity*” (Losada, 2006).

4.6.6 Modelo de titulización en España y su legislación

Como se ha dicho, en España, inicialmente, y predominantemente, se ha seguido el denominado modelo de la titulización de originar para mantener, aunque diferentes regulaciones han permitido una progresiva titulización de activos que han sido transferidos desde el balance de las entidades españolas. En otros países, especialmente en EEUU, ha prevalecido el modelo de originar para la venta, también denominado originar para distribuir.

4. Marco teórico y de referencia

Sin embargo, debe decirse que el prudente modelo de titulización seguido en nuestro país no ha impedido, sino que incluso ha podido fomentar también, la concesión de hipotecas de alto riesgo.

En este apartado, que presenta de forma sucinta la regulación existente en España sobre este tema, dentro de la cual merece especial atención la redacción del artículo 46 punto tres del Real Decreto 685/1982, que especifica que “*En ningún caso podrá resultar perjudicado el deudor hipotecario por la emisión de títulos a que se refiere la Ley*”. Tal situación, como se comentará, a pesar de la dificultad de formular hipótesis a partir de aspectos jurídicos que han sido objeto de diferentes interpretaciones, introduce una cierta complejidad.

El modelo de titulización en España es sensiblemente más conservador que el de otros países (Catarineu y Pérez, 2008), dado que aquí no se ha desarrollado desde el modelo de “originar para distribuir”. Como se verá, este modelo tiene grandes consecuencias indirectas, que permiten asumir mayores riesgos en la concesión de créditos, atendiendo al mecanismo del riesgo moral.

En España, las primeras titulizaciones se efectuaron en el año 1992, con carteras hipotecarias que aportaban una homogeneidad y calidad de gran nivel, incrementándose aceleradamente el recurso a este sistema.

Como exponen Catarineu y Pérez (2008), el modelo de titulización que han desarrollado las entidades españolas ha venido determinado, en gran medida, por los diferentes desarrollos normativos que se han introducido en las últimas décadas. Así, fueron las carteras de préstamos hipotecarios las primeras en ser titulizadas en 1992, siguiendo la estela de otros países, por ser éstos unos activos homogéneos y de elevada calidad crediticia.

A continuación se detalla, resumidamente, la legislación, que ha ido variando, que regula los procesos de titulización en España.

Ley 2/1981, de Regulación del Mercado Hipotecario, y el Real Decreto RD 685/1982. Crearon y delimitaron la figura de las cédulas hipotecarias, los bonos hipotecarios y las participaciones hipotecarias, aunque sin referirse a lo que estrictamente puede entenderse por su titulización. Estos tres títulos son los primeros que permitieron a las entidades de crédito obtener financiación con cartera hipotecaria como subyacente.

La Ley 19/1992, de 7 de julio, que modificó determinados preceptos de la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva, permitió la titulización de las Participaciones Hipotecarias (PH) establecidas en el RD 685/1982, definiendo la figura de los Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH). Con estas nuevas medidas se permitía titular las Participaciones Hipotecarias (PH) y no los préstamos hipotecarios directamente, agilizándose en gran medida el proceso. Puede decirse que es la primera ley que crea un marco regulador para lo que en rigor se entiende por titulización. En el proceso no es necesaria la comunicación al acreedor original ni la modificación de la escritura pública de la hipoteca. Cada PH representa un préstamo hipotecario con un importe menor al 80% del valor de tasación de la vivienda (*loan to value*, LTV), entre otros requisitos mínimos establecidos en el RD 685/82, lo que le otorga gran calidad. Se crean las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización Hipotecarios (SGFTH).

4. Marco teórico y de referencia

El RD 926/1998 definió la figura de los Fondos de Titulización de Activos (FTA). Regula también la conversión de las sociedades gestoras en Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización (SGFT). Se trata de una norma que toma en consideración el crecimiento y madurez de los mercados, permitiendo la titulización del resto de préstamos hipotecarios que no cumplieran los requisitos de calidad mínima exigidos por el RD 685/82. Dentro del ámbito de esta legislación, interesa citar la Ley Financiera 44/2002, de 24 de noviembre, que define los Certificados de Transmisión Hipotecarios, que desde el RD 926/1998 se titulizaban con otro nombre.

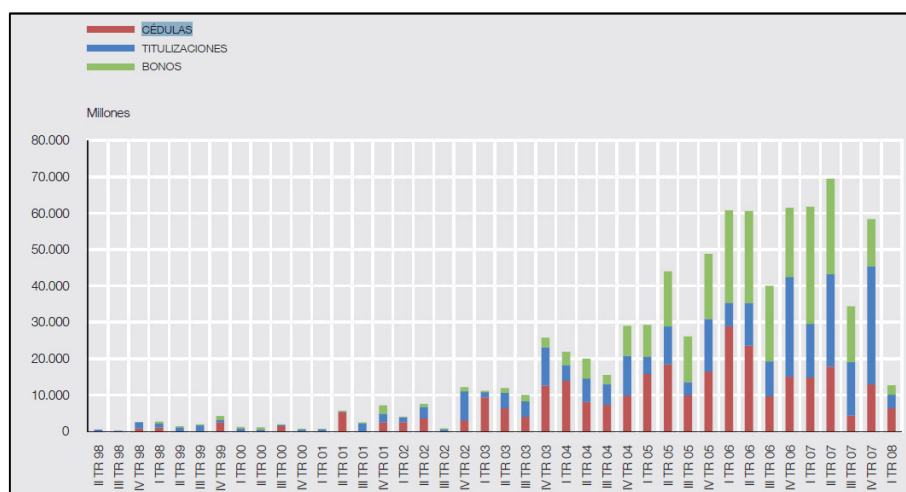
Ley 62/2003, de 30 de diciembre, que regula la Titulización Sintética.

Ley 41/2007 de reforma del Mercado Hipotecario, que aunque no afecta directamente a la titulización toma en consideración la gran importancia, macroeconómica y financiera del mercado hipotecario.

Real Decreto 716/2009, de 24 de abril, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario y otras normas del sistema hipotecario y financiero. Deroga el Real Decreto 685/1982, de 17 de marzo, que trataba sobre la misma materia. Intenta modernizar los mecanismos de refinanciación de las entidades de crédito en el mercado hipotecario ya nombradas en la Ley 41/2007.

Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, que reforma el régimen de las titulizaciones. Refunde normativa existente que se entiende dispersa. Así, se unifican en una única categoría legal los Fondos de Titulización de Activos y Fondos de Titulización Hipotecaria, aunque los existentes en el momento de entrada en vigor de la ley cohabitarán con los nuevos fondos hasta que se extingan progresivamente. También se flexibiliza la operativa de estos instrumentos, asumiéndose determinadas estrategias innovadoras de titulización en países de nuestro entorno, y se fortalecen las exigencias en materia de transparencia y protección del inversor.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de los tipos de titulización antes citados, en congruencia con su fecha de implantación en España. Puede compararse con las fechas del ciclo inmobiliario, que podemos establecer entre el año 1997 y el 2007.



Fuente: De Lis y Mora (2008)

Figura 4.47 Evolución y tipo de emisión de titulizaciones en España

4. Marco teórico y de referencia

4.6.7 Clases de activos titulizados

Como se ha comentado en el apartado anterior, los procesos de titulización constituyen operaciones que permiten financiar la actividad crediticia y, en mayor o menor grado, la transferencia de riesgo incorporado a préstamos o créditos hipotecarios concedidos. Los inversores que compran dichos títulos valoran rentabilidad, riesgo y regularidad en sus flujos previstos, además de la solvencia de las entidades emisoras.

El proceso de titulización, fiel a su condición de representante de las innovaciones financieras, tiene una gran capacidad y una velocidad muy rápida para proponer nuevos procesos y para adaptarse a sucesivas regulaciones o entornos económicos. Asimismo, la facilidad de transmisión de capitales y de instrumentos financieros en diferentes mercados, por tanto en diferentes zonas geográficas, conlleva una mayor velocidad de transmisión o propagación, atendiendo a su atractivo para los inversores.

Los títulos pueden incorporar diferentes activos como subyacentes, que les provean de flujos de fondos futuros, aunque en este trabajo nos limitamos únicamente a los préstamos y créditos hipotecarios, es decir, a la deuda que incorpora un inmueble como garantía real.

Como ya se ha comentado, en España inicialmente se desarrolló el denominado modelo de originar para mantener ("*originate to hold*"), según el cual los activos subyacentes permanecen en el balance de la entidad emisora, mientras que en otras zonas (sobre todo EEUU) ha tenido una gran relevancia y volumen el modelo de originar para distribuir ("*originate to distribute*"), a través del cual los activos subyacentes se transmiten (y con ellos, su riesgo asociado).

Por diferentes razones y según una precisa regulación, en nuestro país se han emitido diferentes tipos de títulos cuyo activo subyacente son préstamos y créditos hipotecarios

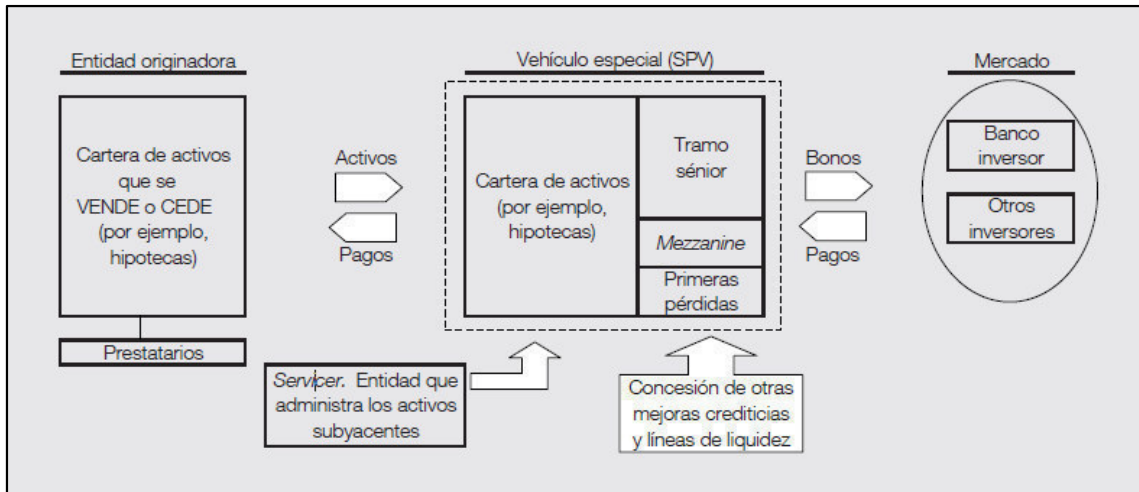
Como ejemplo introductorio, que más adelante se describe de manera individualizada, se puede distinguir, en una primera gran clasificación, entre titulizaciones *tradicionales* y *sintéticas*.

Citando a Catarineu y Pérez (2008), **las tradicionales suponen la venta o cesión de activos** a un denominado vehículo especial, que es quien posteriormente emite los títulos al mercado, obteniendo la consiguiente liquidez para retribuir al originador. **Las sintéticas transfieren el riesgo de crédito de una cartera de activos** mediante la contratación de derivados crediticios o garantías (principalmente *Credit Default Swaps*, CDS, de los que se tratará en un apartado diferenciado de esta investigación, por su gran relevancia).

Se reproducen a continuación dos gráficos que ilustran lo expuesto.

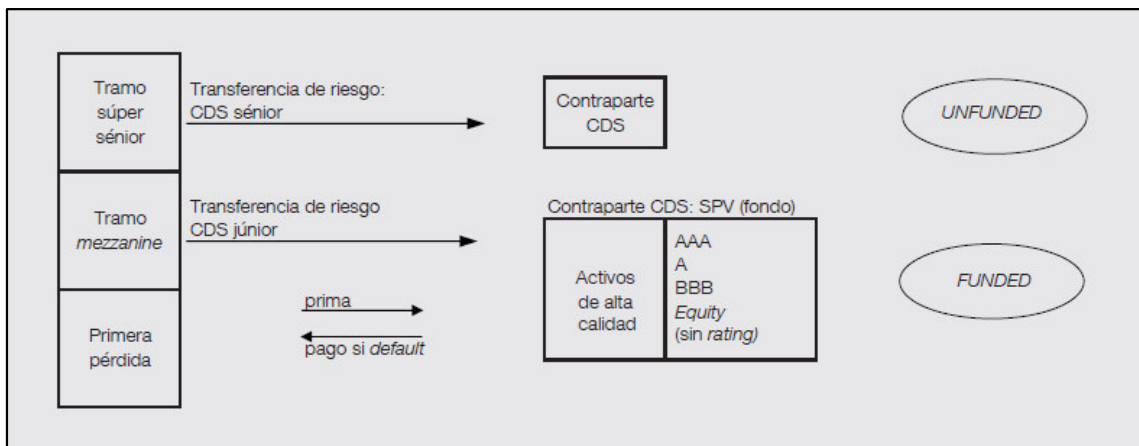
Como se observa en la figura 4.48, la titulización no solamente supone una transformación de activos, sino también una estructuración de riesgos en distintos tramos, de manera que una posible interrupción de pagos de intereses afectaría a un tramo antes que a otro. La figura 4.49, presenta un esquema de titulización sintética, en la que básicamente se transfiere el riesgo de crédito mediante la contratación de coberturas, sin ceder la propiedad del activo. (Catarineu y Pérez, 2008).

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Catarineu y Pérez (2008)

Figura 4.48 Esquema de titulaciones tradicionales.



Fuente: Catarineu y Pérez (2008)

Figura 4.49 Esquema de titulaciones sintéticas.

Según lo expuesto, en España la clasificación de los títulos y sus procesos es la siguiente:

TITULIZACIÓN ORDINARIA

TITULIZACIÓN DENTRO DE BALANCE

- Cédulas hipotecarias
 - Monocedentes
 - Multicedentes
- Bonos hipotecarios
- Participaciones hipotecarias

4. Marco teórico y de referencia

A TRAVÉS DE FONDOS DE TITULIZACIÓN

Los activos objeto de titulización están constituidos por Participaciones Hipotecarias (PH) y Certificados de Transmisión de Hipoteca (CTH) emitidos por el cedente o cedentes al objeto de transferir al Fondo Préstamos con garantía hipotecaria. Fondos gestionados por sociedades gestoras.

- Bonos de titulización hipotecaria
 - Subyacente: Participaciones hipotecarias
Emisor: Fondo de Titulización Hipotecaria, FTH
 - Subyacente: Certificados de transmisión hipotecaria
Emisor: Fondo de Titulización de Activos, FTA

TITULIZACIÓN SINTÉTICA

No existe transferencia de créditos por parte del acreedor, sino solamente el riesgo de impago, que asume el fondo a cambio del cobro de una prima. De hecho, es un mecanismo de transferencia de riesgo, sin ninguna finalidad de financiación.

En España, las titulaciones sintéticas están reguladas por el artículo 97 de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, en el que, con el título de “Titulización sintética de préstamos y otros derechos de crédito”, se indica que:

1. Los Fondos de Titulización de Activos podrán titular de forma sintética préstamos y otros derechos de crédito, asumiendo total o parcialmente el riesgo de crédito de los mismos mediante la contratación con uno o más terceros de derivados crediticios.

El activo de los Fondos de Titulización de Activos que efectúen operaciones de titulización sintética podrá estar integrado por depósitos en entidades de crédito y valores de renta fija negociados en mercados secundarios oficiales, incluidos los adquiridos mediante operaciones de cesión temporal de activos.

Dichos depósitos y valores podrán ser cedidos, pignorados o gravados en cualquier forma en garantía de las obligaciones asumidas por el Fondo frente a sus acreedores, en particular frente a las contrapartes de los derivados crediticios y cesiones temporales de activos.

2. La contraparte del contrato de derivado crediticio deberá ser una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una entidad no residente autorizada para llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades.

4.6.8 Descripción de los títulos emitidos en España

A continuación se expone una resumida descripción de cada tipo de titulización emitido y regulado en España, sin ánimo de ser exhaustivo en sus características, que pueden encontrarse detalladas en la legislación correspondiente. En dicha descripción figuran aspectos que se

4. Marco teórico y de referencia

consideran de relevancia y cuya interacción con otros temas de la investigación deben ser conocidos.

Cédulas hipotecarias

CMO, *Collateralized Mortgage Obligations*

Se trata de títulos obligacionales, emitidos por las entidades financieras originadoras de deuda hipotecaria, que están garantizados por el propio emisor y, adicionalmente, por el resto de cartera hipotecaria no titulizada de la entidad. Quiere esto decir que, en caso de determinada situación de insolvencia de la entidad financiera, la cartera hipotecaria no titulizada debería cubrir todos los pagos de los tenedores de las cédulas.

Es, pues, un activo financiero con un gran respaldo y, por tanto, con un nivel de riesgo razonable.

En términos financieros, las cédulas hipotecarias constituyen lo que se denomina “deuda senior” de las entidades financieras, que cuentan, además, con una garantía adicional. Internacionalmente, son conocidas como *Collateralized Mortgage Obligations* (CMO).

En lo que respecta a su riesgo, se trata de títulos cuyo ratio entre el valor del crédito y el valor de tasación hipotecario no puede superar el 80% (60% si se trata de hipotecas no residenciales, aunque debe citarse que el artículo 26 del derogado RD 685/1982 lo fijaba en un 70%). Asimismo, para mayor información, debe apuntarse aquí el hecho de que sus activos inmobiliarios colaterales no pueden estar fuera de la UE, lo que reduce en gran medida determinados riesgos.

El volumen de cédulas hipotecarias emitidas y no vencidas no puede superar el 80% de los capitales no amortizados, según el artículo 24 del Real Decreto 716/2009. Debe citarse que el artículo 59 del derogado RD 685/1982 lo fijaba en un 90% de todos los créditos hipotecarios de la entidad aptos para servir de cobertura.

Es decir, son títulos con un riesgo mejorado, por cuanto su grado de colateralización es muy alto y que está respaldada por toda la cartera hipotecaria no titulizada.

Por colateralización se entiende el cociente entre la cartera de préstamos y créditos colaterales para cédulas hipotecarias, y el total de cédulas emitidas.

Las cédulas hipotecarias pueden ser monocedentes, cuando la emisión la efectúa una única entidad financiera, o multicedentes, si son emitidas por diversas entidades habilitadas para hacerlo.

Dado que las cédulas hipotecarias tienen una gran presencia en el mercado español, se considera aquí interesante describir su mecanismo diferencial con el siguiente ejemplo, que pretende abarcar todo el proceso en una situación de auge y declive.

Supóngase un caso hipotético en el que una entidad financiera tiene una cartera de préstamos y créditos hipotecarios, en la que un 75% de las hipotecas no están titulizadas y el 25% restante ha sido titulado o no es elegible. Supongamos, también, que de ese 75% del total de hipotecas que no están titulizadas, un 20% corresponde a créditos no elegibles, por superar el ratio del 80% del saldo vivo de la deuda respecto al valor de tasación en tipologías residenciales o del

4. Marco teórico y de referencia

60% en no residenciales. Con estos supuestos, la cartera hipotecaria titulizable sería del 60%, es decir el 75% de la cartera no titulizada menos el 20% no elegible del citado 75% no titulizado ($75 - (20\% \text{ de } 75\%) = 60\%$). De ese 60% de créditos hipotecarios, de acuerdo con la limitación del 80% que impone el RD 716/2009 acerca de las cédulas, podría emitirse un máximo de $60\% \times 80\% = 54\%$ del total de la cartera hipotecaria de la entidad crediticia.

Si se redujeran los valores de tasación de los inmuebles que garantizan los créditos hipotecarios que sirven de subyacente a las cédulas, o incluso algunos pasaran a estar por debajo del importe del saldo vivo de la deuda, podría darse el caso de que parte de la cartera que antes hemos considerado elegible pasara a ser no elegible, al variar la relación que antes no superaba el 80% o el 60%. Ello podría suponer que el total de cédulas hipotecarias que puede emitir la entidad crediticia disminuyera significativamente y de forma continuada.

En ese hipotético caso, que en situaciones de crisis deja de ser hipotético, según lo que dispone el artículo 60 del RD 1289/1991, que trata de las cédulas hipotecarias, la entidad emisora deberá restablecer el equilibrio mediante las siguientes actuaciones:

- a) Depósito de efectivo o de fondos públicos en el Banco de España.
- b) Adquisición de cédulas y bonos en el mercado según corresponda.
- c) Otorgamiento de nuevos créditos hipotecarios o adquisición de participaciones hipotecarias, aptos para servir de cobertura de las cédulas.
- d) Afectación al pago de los bonos hipotecarios de nuevos créditos hipotecarios aptos para servir de cobertura.
- e) Amortización de cédulas y bonos por el importe necesario para restablecer el equilibrio. Esta amortización, si fuera necesario, será anticipada y por sorteo.

Las opciones que propone el RD citado suponen depósito de efectivo o de fondos públicos en el Banco de España, adquirir o amortizar deuda, lo que también supone consumo de liquidez, o conceder nuevo crédito hipotecario con un LTV que permita mejorar el ratio deteriorado.

Bonos hipotecarios

Los bonos hipotecarios son títulos emitidos por una entidad financiera agrupando créditos hipotecarios de su cartera. Internacionalmente se conocen como “*Covered Bonds*” (CB).

A diferencia de las cédulas hipotecarias, los bonos hipotecarios están únicamente garantizados por el grupo de préstamos hipotecarios, concreto y limitado, que incorporan, hasta el punto de que es necesario precisar en la escritura de emisión la relación detallada de los créditos hipotecarios afectos al pago de los bonos y, en su primera legislación, una suficiente identificación de los mismos en el Registro de la Propiedad. Por ello, a diferencia de las cédulas, sus tenedores solamente son privilegiados respecto de los propios préstamos hipotecarios.

Como se ha expuesto en el párrafo anterior, respecto a las cédulas, los bonos tenían la obligación de la anotación de su garantía en el Registro de la Propiedad, lo que posteriormente desapareció con la reforma de la Ley LMH 41/2007 y de su artículo 13.

Debe decirse que los bonos incluyen la posibilidad de ejecución hipotecaria, es decir, pueden “realizar” el crédito con gran rapidez y facilidad.

4. Marco teórico y de referencia

Participaciones hipotecarias

Las participaciones hipotecarias permiten a sus tenedores participar de un crédito hipotecario, o de parte de éste, no de un grupo de créditos.

De hecho, se trata de una verdadera cesión de crédito. Como señala el Real Decreto 716/2009, “*Queda definitivamente claro que mediante la emisión de participaciones hipotecarias se produce una verdadera cesión de la parte del crédito hipotecario que se participa. La entidad de crédito que emite las participaciones hipotecarias traslada la totalidad del riesgo de la parte del crédito que se cede*”.

Los tenedores de las participaciones hipotecarias tienen derecho a percibir los flujos de fondos provenientes de los intereses y la devolución del principal, según el porcentaje de participación y las condiciones de la emisión, aunque la entidad crediticia conserva el derecho a ejecutar la hipoteca. Son negociables en mercados secundarios y pueden ser transmitidas a terceros.

Es preciso destacar que, en el caso en que las participaciones puedan ser suscritas o adquiridas por público no especializado, deben emitirse en escritura pública e inscribirse en el Registro de la Propiedad. Sin embargo, si los suscriptores son inversores institucionales no existe esta obligación.

No es obligatorio comunicar este tipo de cesiones de crédito a los deudores, que siguen amortizando su deuda a la entidad crediticia originadora.

Interesa exponer que, en los casos en que habiendo causa, la entidad crediticia no inicie el procedimiento, el titular de la participación quedará legitimado subsidiariamente para ejercitar la acción hipotecaria del crédito participado, en la cuantía correspondiente al porcentaje de su participación, tanto por principal como por intereses.

Bonos de titulización hipotecaria

Se trata de valores emitidos por Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH) o Fondos de Titulización de Activos (FTA), cuyos activos subyacentes, respectivamente, son participaciones hipotecarias o certificados de transmisión hipotecaria. Internacionalmente su nomenclatura puede asociarse a RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*).

En estos bonos hay una transferencia legal de los préstamos y créditos a un vehículo intermediario, permitiendo a su originador sacarlos fuera de su balance.

Debe decirse que con la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial, se modifica la antigua legislación y se reúnen en una única categoría los hasta ahora denominados fondos de titulización de activos y fondos de titulización hipotecaria. Sin embargo, dada la cercanía en el tiempo de la promulgación de esta ley, publicada el 28 abril de 2015, y la redacción de esta tesis, se considera necesario referirse a la anterior legislación, dado que es la que regula la gran mayoría de las emisiones en circulación. Tal como se expone en la citada Ley 5/2015, “[...] *los fondos de titulización hipotecaria existentes en el momento de entrada en vigor de la Ley cohabitarán con los nuevos fondos de titulización de activos hasta que se extingan progresivamente*”.

Debe mencionarse aquí, por la relevancia que tiene en la composición y en los riesgos inherentes a cada tipo de fondo, que en el caso de las **participaciones hipotecarias** el saldo

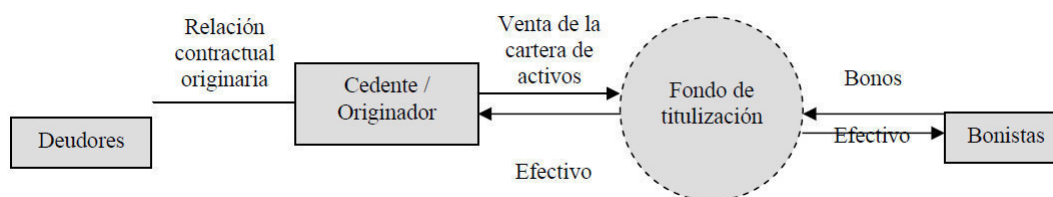
4. Marco teórico y de referencia

pendiente de vencimiento no puede superar el 80% del valor de tasación de los inmuebles hipotecados (LTV), mientras que en el caso de los **certificados de transmisión hipotecaria** el saldo pendiente de vencimiento sí puede exceder el 80% del valor de tasación, pudiendo contar incluso con hipotecas de segundo rango o posteriores.

Como se ha expuesto, en las cédulas hipotecarias y los bonos hipotecarios no existe movilización del crédito hipotecario, que continúa siendo deuda de la entidad emisora.

En el caso de las participaciones hipotecarias se permite participar de uno o varios créditos hipotecarios a su tenedor, lo cual supone una movilización de créditos hipotecarios (incluso dan derecho a su ejecución en determinados casos). Para poder ser objeto de participación, los créditos subyacentes deben cumplir unas determinadas condiciones, como la antes mencionada limitación de porcentaje de deuda respecto al valor de tasación del activo inmobiliario y el hecho de tratarse de una primera hipoteca.

Los certificados de transmisión hipotecaria, CTH, son una particularidad de las participaciones, aunque con diferentes condiciones o limitaciones. Permiten la movilización de préstamos y créditos hipotecarios que no reúnen las condiciones exigidas a las participaciones. Ello, implícitamente, supone que se incorporaron a los mercados financieros títulos aparentemente de menor calidad en sus subyacentes, si las comparamos con las que solamente incorporaban participaciones hipotecarias. Los certificados pueden emitirse exclusivamente para su colocación entre inversores profesionales



Fuente: Cerezo, Castellanos y Hernández (2011)

Figura 4.50 La titulización: esquema de tesorería básico

Seguidamente se muestra una tabla con el importe, en millones de euros, del saldo vivo de participaciones y certificados de transmisión hipotecaria, en el que se observa el mayor volumen de estos últimos, que incorporan un mayor riesgo en sus activos subyacentes.

	Participaciones Hipotecarias		Certificados de Transmisión Hipotecaria	
	TOTAL	T ₁₂ (%)	TOTAL	T ₁₂ (%)
ene-15	33.391	-7,3%	97.817	-6,2%
feb-15	33.133	-8,3%	96.714	-6,9%
mar-15	33.052	-10,5%	95.478	-0,9%
abr-15	35.149	-9,6%	96.320	0,1%
may-15	32.820	-9,5%	100.463	-0,8%

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015b)

Tabla 4.13 Saldo vivo de los activos hipotecarios titulizados a través de participaciones hipotecarias y de certificados de transmisión hipotecaria

4. Marco teórico y de referencia

Los importes que aparecen en la tabla anterior, desglosando participaciones hipotecarias y certificados hipotecarios, puede mostrarse, totalizado, representando el total de activos titulizados en España:

	TOTAL
2012	149.361
2013	133.085
2014	132.457
ene-15	131.208
feb-15	129.847
mar-15	128.530
abr-15	131.469
may-15	133.283

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015b)

Tabla 4.14 Saldo vivo de los activos hipotecarios titulizados

Fondos de titulización hipotecaria y de activos

Como se ha expuesto, antes de la unificación promovida por la Ley 5/2015, de 27 de abril, existían dos tipos de fondos, cuyos bonos siguen negociándose hasta su vencimiento: el **FTH** (Fondo de titulización hipotecaria) basado en la Ley 19/1992, de 7 de julio, y el **FTA** (Fondo de titulización de activos) basado en el Real Decreto 926/1998 de 14 de mayo.

Debe repetirse que esta legislación solamente es aplicable a los fondos de titulización hipotecaria que se hubiesen constituido con anterioridad a la aprobación de la Ley 5/2015, de 27 de abril, que derogó su anterior regulación.

Fondos de titulización hipotecaria

Con la promulgación de la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y sobre Fondos de Titulización Hipotecaria, se inicia en España la titulización, en su más estricto significado.

En un principio, la titulización se limitó al ámbito de los préstamos hipotecarios movilizados mediante participaciones hipotecarias, y con este fin se regularon los fondos de titulización hipotecaria, FTH. Se trata de agrupaciones de participaciones hipotecarias que permiten transformar en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y, por consiguiente, susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, los conjuntos de participaciones en préstamos hipotecarios que adquieran de entidades de crédito.

Fondos de titulización de activos

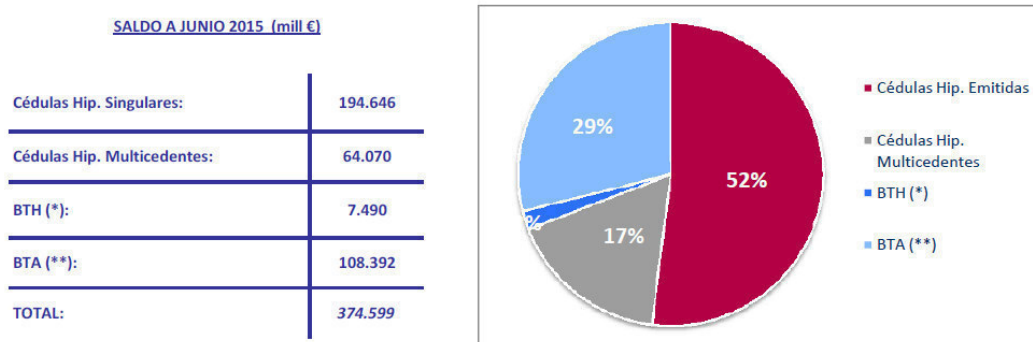
El Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, también amplía el objeto de las sociedades gestoras para la administración y gestión tanto de fondos de titulización hipotecaria como de fondos de

4. Marco teórico y de referencia

titulización de activos, regulándose las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización de Activos, S.G.F.T.A.

A título meramente ilustrativo, y para exponer el auge de las FTA desde su promulgación, se anexa el siguiente cuadro, en el que se observa que las cédulas hipotecarias y los bonos de titulización de activos (BTA) prácticamente conforman la mayoría de las emisiones:

ESTADÍSTICA DE TÍTULOS HIPOTECARIOS



(*) BTH: Bono de titulización hipotecaria (**) BTA: Bono de titulización de activos

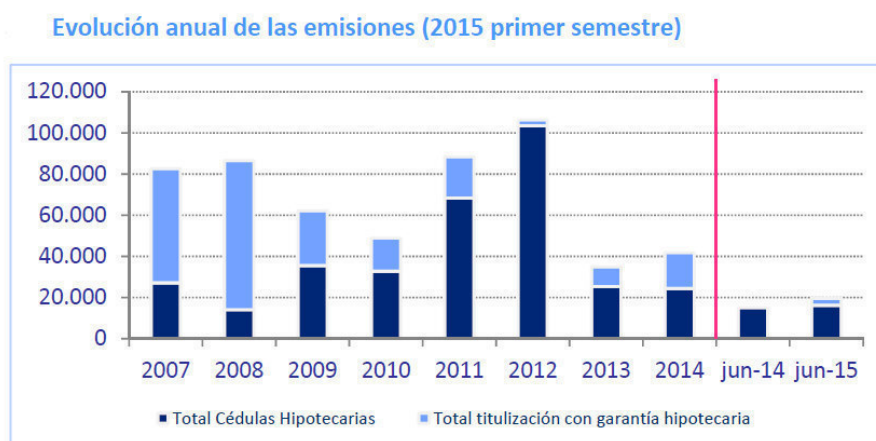
Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

Figura 4.51 Estadística de títulos hipotecarios a junio del 2015

Obsérvese **el porcentaje de BTA, un 29%**, entendiendo que se trata de un tipo de titulización con mayor riesgo que el resto de modalidades.

4.6.9 Importancia de la titulización en España

Según la Asociación Hipotecaria Española, en su estadística de títulos hipotecarios de julio de 2015, la evolución de emisiones de títulos se ilustra en la siguiente figura:



Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

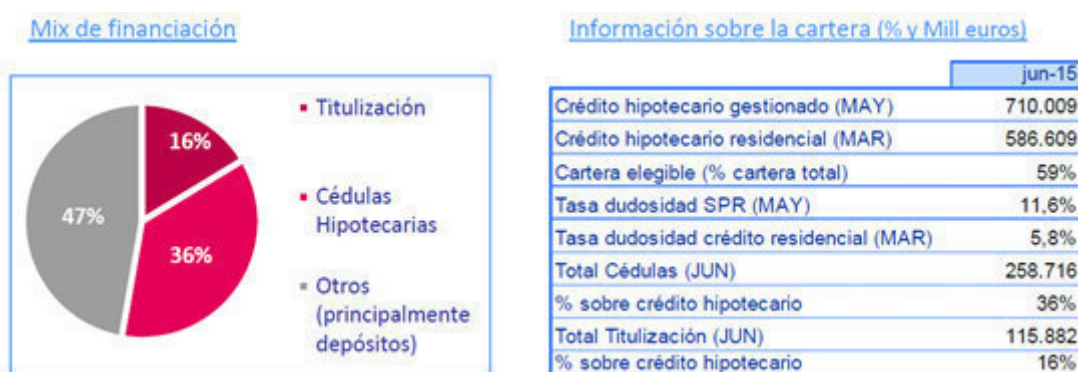
Figura 4.52 Evolución anual de emisiones (2015, 1T y 2T)

4. Marco teórico y de referencia

De acuerdo con la información aportada por la Asociación Hipotecaria Española (AHE), el saldo vivo de títulos hipotecarios en circulación a finales de junio del 2015 puede cifrarse en 374.599 millones de euros, lo que supone un descenso interanual del 8,5%.

En lo que se refiere a su composición, según la AHE, en junio del 2015, tal como se refleja en la Figura 4.53, un total de 258.716 millones de euros correspondían a cédulas hipotecarias (monocedentes y multicedentes), y 115.882 millones de euros a activos hipotecarios titulizados (a través de FTH y de FTA).

Interesa destacar, según los datos de la AHE, que en la misma fecha de junio del 2015, aproximadamente un 52% de la cartera hipotecaria se estaría financiando a través de títulos hipotecarios en circulación. Es decir, **más de la mitad de la financiación hipotecaria concedida, depende de financiación asumida**. De ese total de crédito hipotecario, un 82,6% corresponde a crédito hipotecario residencial.



Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

Figura 4.53 Composición de la financiación del crédito hipotecario

Se adjuntan a continuación una sucesión de figuras, que aportan información de mucho valor acerca de las emisiones de titulización en España, y sobre algunas de sus características.

EMISIÓN DE TÍTULOS HIPOTECARIOS POR AÑO DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN							
millones de euros							
PERIODO	Cédulas Hipotecarias singulares	Cédulas Hipotecarias Multicedentes	TOTAL CÉDULAS A	BTH (*)	BTA (**) con garantía hipotecaria (***)	Total Titulización con garantía hipotecaria B	TOTAL TÍTULOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA A+B
2002	11.620	3.500	15.120	5.426	2.489	7.915	23.035
2003	16.400	10.650	27.050	4.880	10.987	15.867	42.917
2004	20.550	18.685	39.235	6.390	13.194	19.584	58.819
2005	31.600	24.280	55.880	5.900	26.503	32.403	88.283
2006	43.720	23.395	67.115	5.250	34.004	39.254	106.369
2007	27.196	28.930	56.126	3.540	51.873	55.413	111.538
2008	14.150	33.860	48.010	2.000	70.413	72.413	120.423
2009	35.569	15.618	51.187	817	25.804	26.621	77.808
2010	32.861	14.160	47.021	0	16.045	16.045	63.066
2011	68.347	5.800	74.147	2.100	15.799	17.899	92.045
2012	103.470	1.000	104.470	0	2.893	2.893	107.363
2013	25.400	0	25.400	0	9.528	9.528	34.927
2014	24.438	0	24.438	0	17.310	17.310	41.748
jun-15	16.325	0	16.325	0	3.280	3.280	19.605

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

Tabla 4.15 Títulos emitidos y año de emisión a junio del 2015

4. Marco teórico y de referencia

En la tabla anterior es posible apreciar la incidencia del pico del ciclo inmobiliario, identificable en el año 2007, en el proceso de titulización española. Como se ve, el crecimiento de la emisión de los fondos de titulización hipotecaria (BTA) en este periodo es muy notable, hasta decrecer con gran intensidad a partir del año 2008.

SALDO VIVO DE LOS TÍTULOS HIPOTECARIOS							
<i>millones de euros</i>							
PERIODO	Cédulas Hipotecarias singulares	Cédulas Hipotecarias Multicedentes	TOTAL CÉDULAS A	BTH (*)	BTA (**) con garantía hipotecaria (***)	Total Titulización con garantía hipotecaria B	TOTAL TÍTULOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA A+B
2002	22.052	8.048	30.100	17.676	3.798	21.475	51.574
2003	38.413	18.698	57.111	19.378	13.226	32.604	89.715
2004	57.324	37.383	94.707	22.110	24.330	46.440	141.147
2005	88.550	61.663	150.213	24.082	45.568	69.650	219.863
2006	129.710	87.123	216.833	24.224	66.300	90.523	307.356
2007	150.906	116.053	266.959	24.055	106.784	130.839	397.797
2008	162.466	146.113	308.579	22.799	163.960	186.759	495.337
2009	185.344	151.406	336.750	20.965	168.197	189.162	525.912
2010	195.735	147.666	343.401	18.605	164.188	182.794	526.195
2011	241.150	128.058	369.208	16.193	151.344	167.537	536.745
2012	293.143	108.397	401.540	10.707	113.540	124.247	525.786
2013	246.968	86.970	333.938	9.000	108.006	117.006	450.944
2014	208.314	72.985	281.299	7.989	111.943	119.931	401.231
jun-15	194.646	64.070	258.716	7.490	108.392	115.882	374.599

Nota: El saldo vivo se calcula según el año de admisión a cotización

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

Tabla 4.16 Saldo vivo de los títulos hipotecarios a junio del 2015

SALDO VIVO DE LAS CÉDULAS HIPOTECARIAS DE JUNIO DE 2015				
<i>millones de euros</i>				
Cédulas Hip. Singulares	Cédulas Hipotecarias Multicedentes	Total Cédulas	% singulares sobre el total	% multicedentes sobre el total
194.646	64.070	258.716	75,2%	24,8%

SALDO VIVO DE LAS TITULIZACIONES CON COBERTURA HIPOTECARIA DE JUNIO 2014				
<i>millones de euros</i>				
BTH (*)	BTA (**)	TOTAL	% BTH sobre el Total	% BTA sobre el Total
7.490	108.392	115.882	6,5%	93,5%

(*) BTH: Fondo de Titulización Hipotecaria

(**) BTA: Fondo de Titulización de Activos (No incluye las cédulas multicedentes)

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

Tabla 4.17 Saldo vivo de cédulas hipotecarias y de titulaciones con cobertura hipotecaria a junio del 2015

La Tabla 4.18 muestra el gran porcentaje de crédito hipotecario y cédulas dentro del total de activos subyacentes del total de titulización, a fecha de junio del 2015 en España. Sin embargo, la Tabla 4.19, que refleja los importes de las emisiones de los últimos años, muestra una

4. Marco teórico y de referencia

disminución muy apreciable en este tipo de activos, coincidente con la del volumen total de titulaciones.

INFORMACIÓN GENERAL DEL TOTAL DE LA TITULIZACIÓN

ACTIVOS SUBYACENTES DEL SALDO VIVO DEL TOTAL DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS (mill €)					
	2011	2012	2013	2014	jun-15
Hipotecas Residenciales	5.461,8	3.884,8	3.338,2	19.955,1	22.478,8
Crédito Hipotecario	162.075,2	120.361,8	113.667,8	99.976,3	93.403,4
Cédulas Hipotecarias	126.428,0	108.397,0	86.970,0	72.985,0	64.070,0
Prestamos Construcción	230,0	197,7	166,8	77,3	72,0
Personales y Consumo	13.933,3	10.699,2	8.484,1	7.106,4	6.133,7
Prestamos PYMES	15.397,6	18.550,5	14.500,8	19.743,3	18.095,9
Prestamos Empresas	49.214,9	27.166,7	14.637,2	7.719,9	6.342,8
Prestamos Sector Público	1.758,2	102,2	79,4	61,5	
Infraestructura	15,3	15,3	15,3	7,6	7,6
Otros Créditos	25.681,6	22.669,2	25.427,4	23.921,2	21.891,9
Arrendams. financieros	4.855,0	3.122,5	1.658,7	1.263,7	812,2
Activos financieros	2.857,0	298,0	228,4	227,8	227,5
Total general	407.908,0	315.465,0	269.174,2	253.045,1	233.535,7

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

Tabla 4.18 Activos subyacentes del saldo vivo de titulización a junio del 2015

DISTRIBUCIÓN DE LOS ACTIVOS SUBYACENTES EN LAS EMISIONES DE LOS ACTIVOS TITULIZADOS (mill €) (*)					
	2011	2012	2013	2014	jun-15
Hipotecas Residenciales	-	-	17.220,0	17.220,0	3.280,0
Crédito Hipotecario	17.898,5	2.893,3	90,0	90,0	-
Cédulas Hipotecarias	5.800,0	1.000,0	-	-	-
Prestamos Construcción	-	-	-	-	-
Personales y Consumo	5.900,5	2.225,0	1.098,0	1.098,0	-
Prestamos PYMES	2.800,0	8.353,0	9.201,5	9.201,5	3.753,8
Prestamos Empresas	28.293,5	4.536,5	-	-	3.000,0
Prestamos Sector Público	-	-	-	-	-
Infraestructura	-	-	-	-	-
Otros Créditos	11.808,9	5.342,3	-	1.850,0	1.300,0
Arrendams. financieros	2.920,0	78,0	1.850,0	-	-
Activos financieros	-	-	-	-	-
Total general	75.421,4	24.428,1	29.459,5	29.459,5	11.333,8

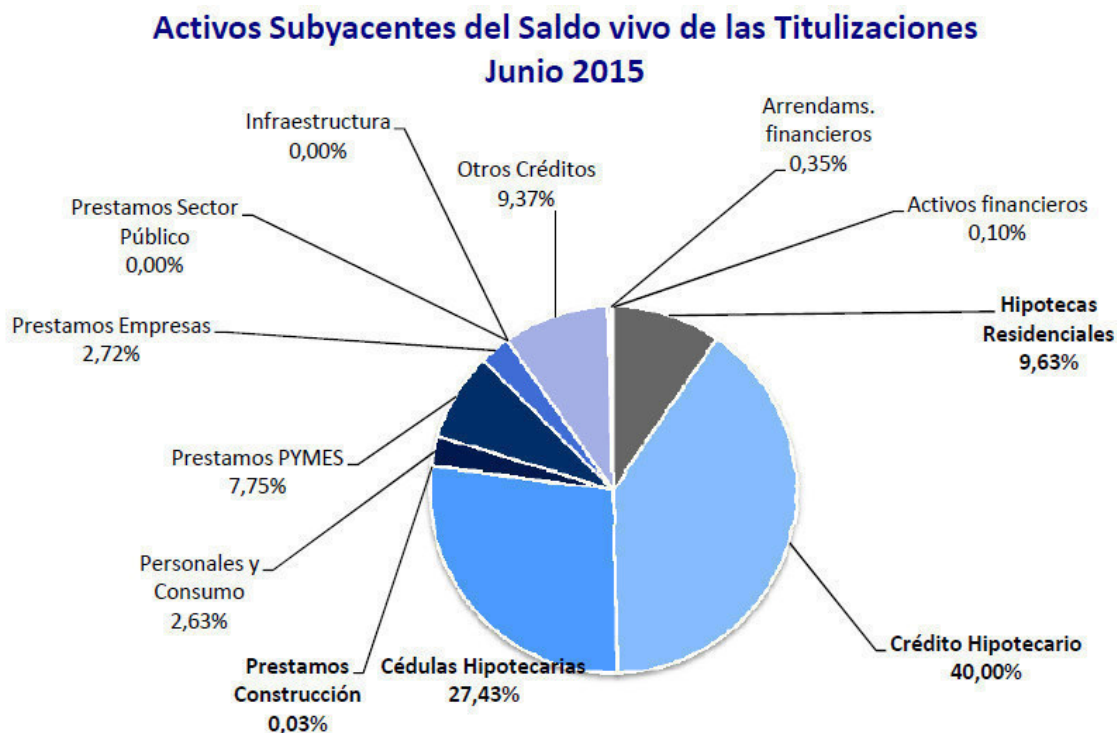
(*) Datos acumulados

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

Tabla 4.19 Distribución de los activos subyacentes en las emisiones de titulaciones a junio del 2015

En la Figura 4.54, que refleja el saldo vivo de las titulaciones a junio del 2015 en España, se observa que el crédito hipotecario y las cédulas constituyen su más importante volumen económico, lo que afirma la importancia que tiene dicha vinculación.

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

Figura 4.54 Porcentaje por tipo de activos subyacentes del saldo vivo de titulaciones a junio del 2015

4.6.10 Titulización y coeficiente de solvencia

A título meramente expositivo, aunque pueden inferirse muchas consecuencias al respecto, se expone en este apartado la relación que puede tener la titulización de activos financieros con el coeficiente de solvencia de una entidad financiera.

La regulación de la solvencia de las entidades de crédito (Ley 10/2014 y Real Decreto 84/2015, que trasponen a la normativa española el Reglamento UE n.º 575/2013 y la Directiva 2013/36/UE), tiene por objeto asegurar que éstas operan con **recursos propios suficientes** para poder asumir los riesgos que se derivan de su actividad financiera, contribuyendo así a la estabilidad del sistema financiero.

El coeficiente de solvencia, de gran importancia en las entidades financieras, se determina por la relación existente entre los recursos propios de una entidad y la suma de sus activos, las posiciones y las cuentas de orden sujetas a riesgo, ponderadas en función del mismo (Solano, Guirao y Martínez, 2006). Diferentes regulaciones, en especial la Circular 3/2008 que completa lo dispuesto en la Ley 36/2007 y en el Real Decreto 216/2008, trasladan al marco jurídico español lo dispuesto en las Directivas europeas.

El Real Decreto 1343/1992 fijó este coeficiente en un mínimo del 8%, que debe ser cumplido por todas las entidades.

Atendiendo a la fórmula de su cómputo, para mejorar el coeficiente de solvencia existen dos vías: incrementar los recursos propios o reducir los activos de la entidad.

4. Marco teórico y de referencia

Incrementar los recursos propios puede conseguirse con ampliaciones de capital y con la emisión de activos que puedan ser computados como capital. En este último apartado podrían considerarse las participaciones preferentes y la deuda subordinada.

Reducir los activos puede conseguirse mediante la titulización, dado que esencialmente implica una reducción de los activos.

Se observa, pues, que la medición de la solvencia de una entidad puede venir condicionada por el recurso a terceros, aportando fondos o suscribiendo cesiones de crédito. Es decir, compartiendo el riesgo de la entidad, vía recursos propios, o eliminándolo del balance mediante su transferencia.

4.6.11 Riesgos asociados a la titulización

Algunas titulizaciones permiten a determinados inversores asumir posiciones de apalancamiento muy altas y riesgos muy elevados, que pueden afectar en gran medida a su solvencia (Losada, 2006).

En muchas ocasiones el mayor riesgo reside, precisamente, en la gran dificultad a la hora de evaluar el riesgo de los productos, dada la altísima complejidad y opacidad de algunos de ellos.

A los propios riesgos del proceso de titulización, se une el hecho de retener el tramo de primeras pérdidas y el posible destino de los fondos obtenidos. El tramo de primeras pérdidas es el primero que puede quedar sin recibir el flujo dinerario que le corresponde, en caso de que se produzcan fallos en los cobros provenientes de los activos subyacentes. Los diferentes niveles de tramos reciben sus correspondientes flujos dinerarios según su nivel de prioridad, y el saldo restante retribuye sucesivamente a los que les siguen, hasta llegar al tramo de primeras pérdidas.

En el proceso de cesión de una determinada cartera de créditos hipotecarios por parte de entidades financieras (originadoras) a un fondo de titulización, sea dándolo de baja en su balance o no, se están transfiriendo a los inversores compradores todos los riesgos derivados de esos préstamos hipotecarios. De hecho, esa transmisión supone también vincular a los propietarios de los inmuebles colaterales con los inversores financieros, dado que la cadena, con sus eslabones, transmite riesgos y dependencia en ambos sentidos.

Es complejo referir todos los riesgos que pueden afectar a cualquiera de los partícipes de un proceso de titulización, dada la gran complejidad del mismo y las diferentes situaciones de cada uno.

A título meramente enunciativo, que en otros apartados serán desarrollados atendiendo a las hipótesis de esta investigación, se describen aquí algunos de ellos.

Siguiendo los textos de Catarineu y Pérez (2008) y de Losada (2006), si hacemos referencia a los riesgos potenciales que, aunque sean mejorados o minorados por el proceso de titulización, pueden afectar a los inversores, pueden tener tres principales fuentes: la propia cartera de préstamos y créditos titulizada, las conversiones que puedan existir entre flujos de fondos, y los propios de las instituciones que participan en la titulización.

Dentro de los riesgos que pueden derivarse de la cartera de préstamos y créditos hipotecarios, se encuentran el de impago propiamente, el de mora o retraso y el de reembolso anticipado.

4. Marco teórico y de referencia

Entre los que se refieren al estricto funcionamiento del flujo de fondos, pueden destacarse el posible desajuste entre periodos de cobro y pago, o las diferentes monedas que pueden intervenir.

Y, finalmente, en cuanto a las instituciones que participan, los riesgos hacen referencia a su cumplimiento y solvencia.

Se trata, en definitiva, de un apartado que puede incorporar un gran nivel de detalle, propio de los estudios de riesgo que incorpora cada proceso de titulización. Su contenido se desarrolla, con más extensión, en otros apartados referidos a las hipótesis de la investigación.

4.7 Cesión de créditos

4.7.1 Introducción

Por cesión de créditos se entiende la posibilidad de ceder los derechos de los flujos dinerarios de los que una entidad es titular en calidad de acreedora. De manera parecida a como se opera con un endoso cambiario o descuento de efectos, es posible transmitir, mediante una venta, los citados derechos de crédito, que incorporan un determinado flujo de cobros futuro.

En definitiva, la cesión de crédito supone la transferencia de la titularidad activa del crédito del acreedor actual (cedente) al nuevo acreedor (cesionario). Ello afecta a terceros y en especial o directamente al deudor de la obligación cedida, quien desde el momento de la perfección de la cesión tiene un nuevo acreedor frente al que cumplir su deuda (Polo, 2009).

Se aborda el estudio de todo aquello referente a cesión de créditos, en el entorno económico y regulatorio de España, con fines exclusivamente descriptivos, para dotar al estudio de mayor conocimiento y criterios aplicables al desarrollo de las hipótesis. Sin embargo, puede anticiparse su relación con conceptos de teoría de agencia y asimetría de la información, y su intersección con criterios éticos de equidad.

Es interés de esta investigación abordar todo lo concerniente a la vinculación entre sector financiero y sector inmobiliario, y las consecuencias que ello supone. Dada la rígida interrelación entre ambos a través de deuda hipotecaria, en la que el valor de activos inmobiliarios le sirve de garantía, interesa conocer cómo afecta a esta unión de activos una situación de incumplimiento en el retorno del crédito. Es decir, es necesario saber lo que supone un crédito fallido, en lo que a su deuda respecta y en lo que a su colateral inmobiliario implica.

El exceso de vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario incrementa la morosidad y, con ella, la obligación de dotar provisiones. La sucesiva regulación, que impone cada vez mayores exigencias, modifica los criterios cuantitativos y cualitativos de las instituciones de

4. Marco teórico y de referencia

crédito. Ello supone que, a partir del cambio de condiciones, es factible la adquisición de grandes carteras de créditos hipotecarios.

Entre dichos créditos puede distinguirse entre los “*performing loans*” o créditos “buenos”, “*non-performing loans*” o créditos “malos”, y “*subperforming loans*” o créditos “buenos” en los que el inmueble hipotecado tiene algún tipo de problema, como por ejemplo baja generación de ingresos derivadas de las rentas de arrendamientos, variación a la baja de su valor de mercado, etc.

4.7.2 Cesión de crédito en España

La cesión de crédito en España está regulada en los artículos 1526 y siguientes del Código Civil, así como en los artículos 347 y 348 del Código de Comercio.

En el caso concreto de cesión del crédito hipotecario, el prestamista o acreedor puede transferir a otra persona o entidad todos o parte de los derechos del contrato de préstamo hipotecario, según dispone el artículo 149 de la Ley Hipotecaria.

Dicho artículo 149 fue modificado en diciembre del 2007, por lo que, a efectos documentales, se reproducen a continuación las dos versiones del citado artículo, habida cuenta de la relevancia que tiene el año 2007 en lo que a dificultades en el sector financiero e inmobiliario se refiere.

Artículo 149. Última actualización, publicada el 08/12/2007, en vigor a partir del 09/12/2007

El crédito o préstamo garantizado con hipoteca podrá cederse en todo o en parte de conformidad con lo dispuesto en el artículo 1.526 del Código Civil. La cesión de la titularidad de la hipoteca que garantice un crédito o préstamo deberá hacerse en escritura pública e inscribirse en el Registro de la Propiedad.

El deudor no quedará obligado por dicho contrato a más que lo estuviere por el suyo.

El cesionario se subrogará en todos los derechos del cedente.

Artículo 149. Texto original, publicado el 27/02/1946, en vigor a partir del 19/03/1946.

El crédito hipotecario puede enajenarse o cederse en todo o en parte, siempre que se haga en escritura pública, de la cual se dé conocimiento al deudor y se inscriba en el Registro.

El deudor no quedará obligado por dicho contrato a más que lo estuviere por el suyo.

El cesionario se subrogará en todos los derechos del cedente.

A los efectos de incorporar mayor conocimiento en la investigación, y atendiendo a la legislación española, conviene conocer que para la realización de una cesión de créditos entre cedente y cesionario no es obligado el consentimiento, ni siquiera el conocimiento, del deudor. En esa transmisión, el cedente responde de la existencia legal del crédito pero no de la solvencia del deudor (a no ser que así se requiera, en condiciones y plazos especiales). Por último, y complementando lo anterior, interesa citar el derecho que tiene el deudor, si se trata de un crédito en litigio, durante el plazo de 9 días desde que el cesionario reclame el pago, de

4. Marco teórico y de referencia

extinguir el crédito con el correspondiente reembolso al cesionario (por cuya operación no debería sufrir pérdida alguna).

Debe señalarse aquí la importancia del acceso a **la información, o la ausencia de la misma**, por parte de alguna de las partes en el proceso, pudiendo darse una situación de información asimétrica, sin que ello suponga ningún tipo de mala práctica jurídicamente.

A mayor abundamiento, y con la intención de dejar bien claro el funcionamiento de esta operación, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Girona de 15 de octubre del 2010, expone que *“la cesión produce su efecto traslativo sin necesidad de la voluntad concurrente del deudor, ajeno al negocio de transmisión, y únicamente se precisa la puesta en su conocimiento a los efectos de impedir el efecto liberatorio del pago realizado al primitivo acreedor-cedente”*.

El motivo por el que en esta investigación se expone con cierto detalle, aunque no exhaustivamente, la regulación que afecta a la cesión de créditos, se debe a que en ella se estudia la vinculación o interrelación entre activos financieros (en este caso crédito hipotecario) y activos inmobiliarios (en este caso el bien inmueble que le sirve de garantía). Entender el funcionamiento de una cesión de créditos permite entender una manera de transaccionar créditos hipotecarios a los que van unidos activos inmobiliarios como colateral inseparable.

Se entiende, pues, que la cesión de un crédito hipotecario conlleva, indisolublemente, la cesión de los derechos que la ley le confiere en relación con su garantía, y por lo tanto afecta también a los propietarios del bien inmueble.

Puede darse el caso de que las entidades o inversores que tras una cesión de créditos poseen la titularidad o determinados derechos de los préstamos hipotecarios concedidos por entidades financieras originadoras, atendiendo al contrato o a la legalidad vigente, ejecuten sus derechos con deudores hipotecarios que han aportado un inmueble como garantía.

Como se ha expuesto, no es obligatorio comunicar la cesión, por lo que debe entenderse que el deudor y el propietario del inmueble garante, sean o no la misma persona, pueden estar excluidos del circuito de información que afecta a sus activos.

4.7.3 Cesión de crédito y titulización

A efectos de este estudio, y entendiendo que sirve de suficiente ilustración, se exponen aquí los dos casos más relevantes de cesión de créditos hipotecarios en los que existe un activo inmobiliario garantizando la deuda originaria. Se desarrollan a través de dos de sus partícipes:

- Propietarios de deuda hipotecaria transmitida por la entidad financiera
- Tenedores de títulos hipotecarios.

En ambos, y de forma especial en el primero, se tratará diferenciadamente el caso en el que la deuda ha pasado a ser considerada dudosa. Tal situación de incumplimiento, como se expone en el apartado referido a las provisiones, supone consecuencias relevantes en resultados y solvencia de las instituciones financieras.

Si nos referimos a la **cesión de deuda**, se trata de préstamos no titulizados, o aquellos titulizados que fueron amortizados o de los que la entidad financiera mantiene una parte de ellos (el tramo de primeras pérdidas). Estos préstamos pueden estar recibiendo sus flujos de fondos

4. Marco teórico y de referencia

inicialmente convenidos (principal más intereses) correspondientes a su devolución, o pueden presentar una morosidad que derive en créditos dudosos o fallidos. En esta investigación, interesan los que están garantizados con activos inmobiliarios.

En el caso de las **titulizaciones**, como se ha explicado en otro apartado de esta tesis, las propias entidades financieras originadoras de créditos hipotecarios obtienen nueva liquidez titulizando activos hipotecarios de su cartera, para ser vendidos a inversores ajenos al contrato inicial acordado entre prestamista (originador) y prestatario. Ello supone incrementar el proceso de financiación hipotecaria con un nuevo eslabón, en el que participan inversores generalmente institucionales.

Los dos elementos financieros más relevantes, la transmisión de riesgos y la obtención de la rentabilidad a través del flujo de fondos asociado a la operación, suponen una vinculación de los inversores finales, que suelen disponer de algún tipo de cobertura, con la capacidad de cumplimiento de los originales deudores hipotecarios que aportaron un inmueble como garantía.

Como ya se ha advertido en otro apartado, a lo largo de la investigación se alude indistintamente a lo que se entiende como deuda hipotecaria con las denominaciones préstamo o crédito. En los casos en que no sea necesaria la diferenciación y su alusión se refiera siempre a deuda hipotecaria, las dos denominaciones pueden considerarse sinónimas. Sin embargo, a efectos descriptivos estrictamente rigurosos, existe una relevante diferencia entre las dos operaciones designadas con los nombres citados.

El contrato de préstamo es aquel en el que la entidad financiera entrega al cliente un importe determinado de dinero, quedando obligado el deudor a retornar ese importe, más los intereses correspondientes, en los plazos que se estipulen.

El contrato de crédito se define como aquel en el que la entidad de crédito pone a disposición del cliente unos determinados fondos, hasta un límite y un plazo concretos, operando como una cuenta corriente, de manera que el deudor debe abonar los intereses de los importes que disponga.

4.7.4 Motivos para transmitir créditos

Si el principal negocio de una entidad de crédito es, precisamente, la concesión de préstamos o créditos con su correspondiente retribución, interesa a esta tesis conocer los motivos que pueden recomendar la cesión de tales activos, en este caso hipotecarios.

Es decir ¿por qué se ceden créditos, si éstos son el objeto del negocio de una entidad crediticia?

Pueden existir diferentes motivos, entre los que se destacan aquí la obtención de liquidez, desarrollada en el capítulo correspondiente a titulizaciones, la transmisión de riesgos, también relacionada con titulizaciones, y la necesidad de liberar provisiones que afectan a créditos fallidos.

Solamente la rentabilidad puede motivar la venta de créditos, siendo éstos la base principal del negocio de las entidades de crédito.

En la tabla que se reproduce a continuación, ya expuesta en un apartado anterior, correspondiente al balance consolidado de instituciones crediticias, en este caso únicamente referido a diciembre del 2014, se observa que el crédito a la clientela supone el 57,44% del total

4. Marco teórico y de referencia

de las diferentes aplicaciones de los recursos disponibles. Debe entenderse, pues, que un activo que representa el 57,44% de las inversiones de una organización es su principal actividad o su principal fuente de ingresos. Por ello, es preciso conocer los motivos que pueden aconsejar desprenderse de este activo que proporciona los flujos de fondos constantes a la institución crediticia con los que retribuir su capital, a sus clientes depositantes y sus otras fuentes de financiación (entre las que pueden estar los títulos hipotecarios).

BALANCE CONSOLIDADO / GRUPOS SIN CONSIDERAR SUBGRUPOS 2014		
ACTIVO	DIC-14	%/TOTAL
1. CAJA Y DEPÓSITOS EN BANCOS CENTRALES	104.621.049	4,40%
2. CARTERA DE NEGOCIACIÓN	245.681.501	10,33%
3. OTROS ACTIVOS FINANC. A VALOR RAZONABLE CON CAMBIOS EN PÉRDIDAS Y GANANCIAS	46.415.687	1,95%
4. ACTIVOS FINANCIEROS DISPONIBLES PARA LA VENTA	274.984.041	11,56%
5. INVERSIONES CREDITICIAS	1.495.647.874	62,86%
5.1. Depósitos en entidades de crédito	109.587.658	4,61%
5.2. Crédito a la clientela	1.366.743.581	57,44%
5.3. Valores representativos de deuda	19.316.634	0,81%
6. CARTERA DE INVERSIÓN A VENCIMIENTO	5.944.394	0,25%
7. AJUSTES A ACTIVOS FINANCIEROS POR MACRO-COBERTURAS	2.164.377	0,09%
8. DERIVADOS DE COBERTURA	11.889.630	0,50%
9. ACTIVOS NO CORRIENTES EN VENTA	20.871.429	0,88%
10. PARTICIPACIONES	12.665.279	0,53%
11. CONTRATOS DE SEGUROS VINCULADOS A PENSIONES	752.316	0,03%
12. ACTIVO MATERIAL ACTIVOS POR REASEGUROS	931.736	0,04%
13. ACTIVO MATERIAL	38.010.706	1,60%
13.1. Inmovilizado material	26.853.304	1,13%
13.2. Inversiones inmobiliarias	11.157.402	0,47%
14. ACTIVO INTANGIBLE	42.459.201	1,78%
15. ACTIVOS FISCALES	53.196.619	2,24%
16. RESTO DE ACTIVOS	23.024.149	0,97%
TOTAL ACTIVO	2.379.259.992	100,00%

Fuente: Asociación Española de Banca AEB (2015)

Tabla 4.20 Balance consolidado de instituciones crediticias a diciembre del 2014

Como se ha expuesto antes, desde una perspectiva de racionalidad económica solamente tiene sentido desprenderse de aquellos créditos que no aportan rentabilidad, y por tanto restan en el resultado final, o de aquellos que afectan a la solvencia de la entidad. Ése es el caso de los activos financieros con morosidad.

No sería entendible desprenderse de activos rentables y que aportan una liquidez regularmente, en tanto que préstamos o créditos.

Por último, dentro de este primer análisis debe recordarse aquí que los préstamos o créditos que están garantizados con un inmueble no se desvinculan de ese colateral en el caso de ser cedidos a un tercero.

4. Marco teórico y de referencia

4.7.5 La morosidad

Los créditos fallidos, hipotecarios en este caso, suponen un coste para la entidad crediticia, no solamente por la pérdida de los cobros previstos, sino por la obligación de destinar recursos a provisionarlos.

Por tanto, en el momento en que un crédito resulta dudoso o fallido debe decidirse la acción a seguir entre varias opciones: mantenerlo provisionado en el balance de la entidad, ejecutar la garantía, aceptar el colateral bien inmueble en pago de la deuda pendiente, o ceder ese crédito a un tercero.

Un contrato de préstamo, o crédito, es una operación que conlleva riesgo para las dos partes, dado que supone un intercambio de dinero en tiempo actual (momento en el que se toman las decisiones y se formalizan los correspondientes contratos), por flujos futuros de dinero que se corresponden con la devolución de ese crédito (que está previsto efectuar en un horizonte temporal del que no se dispone de certeza).

El motivo para que la situación inicial de un préstamo hipotecario, con o sin titulización, pueda variar a lo largo del periodo previsto para su devolución es el cambio de las condiciones del contrato hipotecario o de su cumplimiento. Tal variación puede ser consecuencia de morosidad, de dificultades en el cumplimiento de los acuerdos de la emisión de determinados títulos, de cambios regulatorios, o de cualquier tipo de incidencia que afecte a alguno de los agentes que forman parte de todo el proceso financiero.

Resulta difícil establecer un esquema estándar, debido a que en un gran número de casos el marco de actuación varía para atender a situaciones de mercado que obligan a los participantes a adaptarse a los cambios sociales o económicos, a veces súbitos, que afectan a un país. Las consecuencias de una crisis (desempleo, etc.), las obligaciones de una nueva legislación, o cambios derivados de intervenciones de los organismos públicos (externalidades), suponen cambios repentinos y de difícil conocimiento previo por parte de todos los implicados. Sin duda alguna, muchos de estos cambios no estaban previstos ni eran previsibles en el contrato de crédito original, lo que supone variar el marco jurídico y, en definitiva, reformular sus riesgos, por parte de quien tiene conocimiento de ello o por quien puede gestionarlo.

En el caso de las titulizaciones, especialmente, se trata de situaciones de gran complejidad legal y operativa, dada la diversidad de actores y la compleja delimitación de funciones de cada uno de ellos.

Préstamos hipotecarios con nivel de morosidad

El eventual incremento de la morosidad en deuda hipotecaria, correspondiente tanto a la inversión en bienes inmuebles como en otros proyectos, y de forma muy especial del llamado crédito promotor, supone un gran perjuicio para las entidades de crédito y, consecuentemente para sus clientes depositantes.

Por ello, por prudencia y en atención a las implicaciones que ello supone para el país, la legislación adapta sus recomendaciones y, especialmente, sus obligaciones, para prevenir las consecuencias de los riesgos incurridos.

Un crédito se considera “moroso” (“*performing loan*”), y así se clasifica, cuando se producen retrasos en los pagos a la entidad crediticia. Si se trata de préstamos o créditos hipotecarios, el

4. Marco teórico y de referencia

impago de tres cuotas obliga a considerar la totalidad del préstamo como moroso, debiendo la entidad crediticia dotar una “provisión” en su balance ante la posibilidad de que la deuda pase a ser impagada.

En el Anejo IX de la Circular 04/2004 del Banco de España se clasifican los riesgos de las entidades de crédito. Sin perjuicio de otras diferentes circulares, o legislación posterior que adapta dicha circular, especialmente la Circular 6/2012, de 28 de septiembre, y el Real Decreto 2/2012, de 3 de febrero, a los que nos referiremos también con el suficiente detalle, se exponen resumidamente aquí las diferentes calidades de riesgo, para introducir las provisiones que cada una de ellas comporta.

- Riesgos fallidos. Irrecuperables para la entidad, que deben ser dados de baja del balance.
- Riesgos subestándar, que corresponden a sectores económicos o regiones geográficas con problemas económicos, y a riesgos mal documentados.
- Riesgos dudosos por morosidad. Se trata de los préstamos concedidos a deudores que ya han incumplido alguna de las obligaciones asumidas contractualmente, con una antigüedad mínima de tres meses en el primer incumplimiento.
- Riesgos dudosos por razón distinta de la morosidad del cliente o mora subjetiva.
- Riesgos normales, que agrupan los restantes y se clasifican en: sin riesgo apreciable, riesgo bajo, riesgo medio-bajo, riesgo medio, riesgo medio-alto, riesgo alto y riesgos en seguimiento especial.

4.7.6 Provisiones

Como se ha descrito, los riesgos fallidos deben darse de baja del balance de la entidad. En los casos de los riesgos subestándar y los dudosos (incluidos los de estimación subjetiva) debe constituirse una provisión específica. En el de los riesgos normales se exige la constitución de una provisión genérica que contemple la denominada mora latente. Para informar de todo ello existen unos modelos del Banco de España, de cuyos datos se informa en el Boletín Estadístico y en otros estados que emite regularmente.

El Banco de España, con el conocimiento de lo que supusieron para el sistema financiero español las **crisis económicas de los periodos 76-85 y 90-93** (Villasante, 2005), obligó a todas las entidades crediticias a destinar un porcentaje determinado del total del crecimiento de su cartera de créditos a dotar provisiones. La argumentación era la constatación de la influencia de los ciclos en los créditos, que se incrementaban muy rápidamente en la fase expansiva, presentando un gran número de fallidos cuando variaba el sentido del ciclo.

Para controlar estas situaciones se dispone del denominado ratio de cobertura, que indica el porcentaje de créditos morosos que están cubiertos por las provisiones que realizan los bancos. Se trata del cociente entre el volumen de fondos de provisión con respecto al volumen de créditos dudosos.

Asimismo, por su importancia se cita aquí el “riesgo promotor”, que es la denominación que las entidades de crédito utilizan para referirse a los créditos otorgados a los agentes del sector

4. Marco teórico y de referencia

inmobiliario que pueden resultar impagados y, en consecuencia, incorporados a la cartera de morosos.

Esas “dotaciones o provisiones” para créditos dudosos, que se detraen de los resultados a través de su imputación a las cuentas de “provisiones genéricas o dinámicas”, afectan a los beneficios del ejercicio en curso y, finalmente, a los fondos propios de la entidad de crédito.

La morosidad, sin embargo, no implica necesariamente pérdidas definitivas.

Asimismo, las dotaciones, genéricas o específicas, constituidas para hacer frente a las posibles pérdidas pueden recuperarse.

Lo realmente relevante no es el tipo de prestatario, sino **el tipo de garantía** de la operación y su clasificación contable.

Sin embargo, como se expondrá más adelante, en el caso concreto de las empresas, que pueden entrar en “concurso de acreedores”, según la legislación española y dado que los bienes quedan supeditados a un acuerdo presentado por administradores judiciales, las entidades crediticias pueden optar por asumir pérdidas inmediatas en lugar de depender de situaciones de indeterminación en lo relativo a plazo y provisiones.

Para determinar la provisión de una operación de crédito debe considerarse su clasificación en el balance, según lo establecido en la correspondiente regulación del Banco de España.

En este sentido, y considerando lo dispuesto en la Circular 4/2004:

Para riesgos clasificados en situación normal: la entidad debe contar con una provisión genérica cuyo importe oscilará entre el 0,6% y el 2%, en función de la garantía, su cobertura sobre el riesgo y el orden de prelación de la misma.

Para riesgos subestándar (operación que presenta debilidades mayores a las del riesgo normal, pero sin ser de la magnitud suficiente como para clasificarlo como dudoso): las entidades calcularán una provisión que no excederá del 25% (siempre contando con el mínimo de la provisión genérica anteriormente descrita).

Para riesgos dudosos se provisionará por el mayor de los siguientes porcentajes: antigüedad de los recibos impagados: de 3 a 6 meses, el 25%; de 6 a 9 meses, el 50%; de 9 a 12 meses, el 75%; más de 12 meses, el 100%, si bien en algunos de estos supuestos se podrá minorar la base de dotación en función de la solvencia del deudor y de la calidad de la garantía.

Situaciones distintas al impago (litigios, concursos de acreedores, etc.): las provisiones serán, al menos, del 25%.

La reestructuración o quita de una operación afecta exclusivamente a su clasificación contable y, por ende, a su necesidad de provisión, que se efectuará de acuerdo con las mismas reglas descritas anteriormente.

En caso de daciones o ejecuciones hipotecarias, en las que el activo ya forma parte de la cartera de la entidad financiera, éstas deberán contar con una provisión nunca inferior a la que tuviera constituido el préstamo originario. Por otro lado, según la antigüedad de permanencia del activo en el balance de la entidad, se dotará en función de un

4. Marco teórico y de referencia

calendario por años: 10% el primer año y hasta el 40% el cuarto año.

El RD 2/2012 ampliaba estas condiciones con nuevos porcentajes en función de los plazos, en el caso de activos inmobiliarios adjudicados o recibidos en pago de deudas.

Asimismo, las coberturas que correspondan por operaciones calificadas como dudosas o como subestándar, destinadas a la financiación de suelo para promoción inmobiliaria o de construcciones o promociones inmobiliarias de todo tipo de activos que se encuentren en curso, en ningún caso podrán ser inferiores a los porcentajes que se indican a continuación:

Plazo desde la adquisición	%
Más de 12 meses, sin exceder de 24	20
Más de 24 meses, sin exceder de 36	30
Más de 36 meses	40 »

El valor contable de los activos financieros aplicados, esto es, su coste amortizado, teniendo en cuenta el deterioro estimado, determina sus porcentajes mínimos de cobertura:

Plazo desde la adquisición	%
Más de 12 meses, sin exceder de 24	30
Más de 24 meses, sin exceder de 36	40
Más de 36 meses	50

La Circular 6/2012 establece coberturas adicionales por riesgo de crédito sobre el saldo vivo a 31 de diciembre de 2011 de las financiaciones clasificadas como riesgo normal. Se constituirán, por una sola vez, los porcentajes de cobertura que se indican a continuación:

Tipo de financiación de construcción o promoción inmobiliaria	%	
Con garantía real	Suelo	45
	Promoción en curso	22
	Promoción terminada	7
Sin garantía real		45

En definitiva, a través de la regulación, sucesivamente se endurecen las cifras que deben ser provisionadas, con el consiguiente efecto en los balances y resultados de las entidades de crédito.

A efectos documentales, se destaca aquí el Real Decreto 2/2012, de 3 de febrero, por el que se establecieron nuevas exigencias de provisiones para la totalidad de los activos problemáticos

4. Marco teórico y de referencia

vinculados a la actividad inmobiliaria. Bajo estas nuevas provisiones, los préstamos “dudosos” o “subestándar” garantizados con suelo incrementan muy notablemente su porcentaje de provisión, del 31% al 80%, así como las promociones terminadas, que pasan de un 25% a un 35%. Dichas provisiones debían dotarse antes de concluir el año. Adicionalmente, el RD obligó a dotar una provisión genérica del 7% para los activos vinculados a la actividad inmobiliaria no problemáticos.

Tres meses más tarde, en mayo, el gobierno endureció las condiciones establecidas en la reforma aprobada en febrero, incrementando el nivel de provisiones de los préstamos no problemáticos del sector promotor y constructor del 7% a un nivel medio del 30% (suelo 52%, promoción en curso 29%, promoción terminada 14%, sin garantía real 52%). Adicionalmente se definió una nueva orientación para los activos adjudicados, obligando a separar los activos inmobiliarios problemáticos, adjudicados desde sus balances a las denominadas “sociedades de gestión de activos”.

Debe hacerse mención, también, al RD 24/2012, por el que se creó la Sociedad de Gestión de Activos procedentes de la Reestructuración Bancaria, S.A. (SAREB). En julio del 2012, tras constituirse la Sareb, se traspasaron a esta entidad activos financieros por un valor de 74.750 millones de euros de valor bruto desde las entidades de crédito excesivamente expuestas al sector inmobiliario.

En definitiva, se trata de una sucesión de regulaciones cuyo listado no se pretende exponer aquí de forma exhaustiva o completa, que afectan directamente a la relación existente, objeto de esta tesis, entre entidades financieras y sector inmobiliario, a través de dos grandes factores: los préstamos hipotecarios (en este caso morosos) y los activos que les dan garantía (en este caso adjudicados).

El incremento de provisiones puede motivar una venta de créditos fallidos a otro tipo de organizaciones, especialmente fondos especializados, que compran carteras de crédito fallido a precios que incorporan un muy considerable descuento.

En la figura siguiente, que se reproduce a fin de aportar información que permita contextualizar el volumen de ejecuciones o adjudicaciones hipotecarias y el origen de las mismas, queda de manifiesto el peso de las organizaciones inmobiliarias y de la construcción, con un 20% del total.

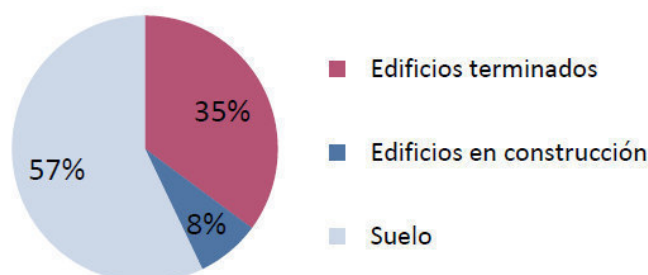


Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015c)

Figura 4.55 Distribución de los adjudicados brutos según procedencia

4. Marco teórico y de referencia

Asimismo, dentro del total de activos inmobiliarios adjudicados, resulta de gran interés conocer su composición, que permite detectar la gran participación del suelo, con un 57% del total, siendo además el bien cuyo valor tiene más riesgo y mayor variabilidad en su valor.



Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015c)

Figura 4.56 Distribución de los adjudicados brutos de las actividades inmobiliarias según tipo de activo

Interesa complementar el anterior gráfico, en el que se informa que del total de activos adjudicados, un 57% son suelos, con la contundente información del deterioro que ha sufrido su valor, como se indica en la siguiente tabla, ya presentada anteriormente:

Unidad: euros/m²

Año	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011	2.012	2.013	2.014	Año 2015	
Trimestre	4°	4°	4°	4°	4°	4°	4°	4°	4°	4°	4°	1°	2°
TOTAL NACIONAL	247,3	267,3	284,6	277,0	248,0	232,0	227,7	182,5	187,4	147,9	155,6	149,9	153,3

Fuente: Ministerio de Fomento (2015b)

Tabla 4.21 Valor medio del suelo del 2004 al 2015

Como se observa, el activo de mayor volumen en adjudicaciones ha sufrido una variación en su valor de 277,0 €/m² en 2007 a 155,6 €/m² a finales del 2014, es decir, ha perdido casi un 45% de su valor. Dado que a partir de 2007 no ha habido operaciones relevantes con suelos, debemos deducir de lo anterior que el suelo ha supuesto unas pérdidas muy importantes (probablemente entre el 30% y el 50% de su valor) para quienes lo poseen, para quienes se lo han adjudicado o, muy especialmente, para quienes lo financiaron.

De lo dicho, pueden sacarse conclusiones sobre la pérdida de valor de activos objeto de inversión y financiación, y del coste que suponen las provisiones correspondientes. Además, dado el gran parque de viviendas pendientes de vender, de forma general puede estimarse un largo periodo antes de su puesta en explotación para nuevas edificaciones, lo que implica destinar recursos a financiar ese tiempo de espera.

4.7.7 Posición del deudor en la cesión de créditos

Interesa remarcar aquí que la cesión de crédito no comporta ningún cambio en las condiciones pactadas para la concesión del préstamo, aunque se produzca la subrogación en el mismo de otro agente como nuevo prestamista. La regla general es que todos los créditos, entendidos como derechos frente a un deudor adquiridos en virtud de una obligación, son transmisibles salvo pacto en contrario (art. 1112 del Código Civil). Asimismo, los créditos hipotecarios son, en consecuencia, igualmente cedibles o transmisibles “a un tercero en todo o en parte con las formalidades exigidas por la Ley” (art. 1878 CC), según describe Cilveti (2009).

4. Marco teórico y de referencia

Regulación de la cesión de créditos

Según el artículo 1535 del Código Civil:

Vendiéndose un crédito litigioso, el deudor tendrá derecho a extinguirlo, reembolsando al cesionario el precio que pagó, las costas que se le hubiesen ocasionado y los intereses del precio desde el día en que éste fue satisfecho.

Se tendrá por litigioso un crédito desde que se conteste a la demanda relativa al mismo.

El deudor podrá usar de su derecho dentro de nueve días, contados desde que el cesionario le reclame el pago.

Se entiende como litigioso el crédito en que, habiéndose presentado demanda o reclamación judicial por su titular, exista contestación a la demanda interpuesta y en dicha contestación el deudor-demandado muestre oposición sobre cuestiones del fondo y no sólo excepciones procesales.

El consentimiento del cedido no es requisito que afecte a la existencia de la cesión, sino que queda al margen del contrato (Cuadrado Pérez, 2014). Merece ser resaltado, abundando en lo que se expone en esta investigación, la consideración “al margen del contrato” en lo que concierne al consentimiento. Se trata de una posibilidad traslativa del contrato, a la que implícitamente se subroga quien lo firma, de la que no hay obligación de informar. Debe recordarse, sin embargo, la importancia que tiene ser informado, y sus plazos, para optar a desvincularse en el caso de crédito en litigio.

Según expone Prieto (1988), y siguiendo a Polo (2009), la cesión del crédito supone que la titularidad del derecho de crédito se transmite del primero al segundo, quien se subroga en la posición jurídica del primitivo acreedor. La relación cesionario-deudor se rige por el principio según el cual el deudor no puede resultar perjudicado con la cesión, transmitiendo el cedente mayor o mejor derecho que el que tiene. Pero, lógicamente tampoco puede suponer una mejora de su situación, de manera que, tal como cita Polo (2009) transcribiendo a Gavidia Sánchez (1992): “*el principio de protección del deudor se ve limitado por el principio de prohibición de mejora de su situación jurídica*”.

Se ha desarrollado con más detalle, en apartado anterior, el proceso más común que siguen las entidades financieras titulizando créditos hipotecarios y de cualquier otro tipo.

4.7.8 Dación en pago y ejecución hipotecaria

El artículo 140 de la Ley Hipotecaria Española recoge la posibilidad de que la deuda quede garantizada únicamente con los bienes hipotecados.

La dación en pago puede definirse como el proceso que supone la compra del inmueble, que es la garantía de un préstamo hipotecario, por parte de la entidad crediticia al deudor que incumple o va a incumplir, por el valor del saldo pendiente de la deuda, quedando ambas partes saldadas.

La ejecución hipotecaria, por el contrario, es el proceso mediante el cual la entidad crediticia ejecuta la deuda judicialmente, cuando el deudor ha incumplido sus obligaciones. La adjudicación final se efectúa, generalmente, a través de subasta, al 60% de valor de tasación, quedando el resto (incluidos intereses de demora) como deuda pendiente del hipotecado. Es

4. Marco teórico y de referencia

decir, el deudor deja de poseer su inmueble pero no por ello, en la generalidad de los casos, su deuda queda saldada.

La dación en pago puede permitir, si ésta es la mejor opción, desligar a un deudor de su deuda hipotecaria, cediendo el bien inmueble que servía de garantía. Se trata de una pérdida patrimonial pero, fundamentalmente, de la finalización de un contrato cuyo cumplimiento está muy determinado por la legislación española.

La ejecución hipotecaria influye directamente en el riesgo reputacional de la entidad crediticia.

Tal como se ha expuesto, el incumplimiento de un deudor hipotecario puede suponer para la entidad crediticia dotar provisiones cuya cuantía es variable, aunque puede suponer también un beneficio, tal como se desarrolla a continuación.

4.7.9 Venta de carteras

Por parte de las **entidades financieras**, la venta de carteras de crédito supone deshacer las provisiones. La posibilidad de venta con pérdidas, previa al incremento de provisiones obligatorias en créditos e inmuebles que forman parte de balances de las entidades de crédito, se sustituye por la venta de la cartera. Una vez vendida ésta, puede “levantarse” la provisión. Ello, paradójicamente, puede implicar la realización de plusvalías, dado que al estar las carteras muy provisionadas, todo ingreso por su venta supone beneficio.

Para los **inversores** que adquieren estas carteras, con muy importantes descuentos en su precio, supone el acceso al sector inmobiliario a través de su deuda, es decir, un acceso al colateral que garantiza esa deuda, con precios muy por debajo del mercado.

Se confirma, pues, que **la vinculación de activos financieros y activos inmobiliarios permite acceder a uno de ellos a través de la propiedad del otro**, siendo indistinto el extremo por el cual se accede.

La venta de deuda hipotecaria permite al nuevo propietario subrogarse en el contrato de la misma, por lo que en caso de no recobro de la deuda, ofrece un acceso indirecto, a través de ejecuciones hipotecarias, a inmuebles de particulares, promociones o suelos, sin el condicionante reputacional que esas mismas operaciones supondrían para la entidad financiera originadora del crédito hipotecario.

Lo que diferencia la gestión de unas entidades crediticias y otras, como pueden ser fondos especializados, es en gran medida el riesgo reputacional asociado a la operación de recobro de los créditos.

El acceso al inmueble, vía deuda, por parte de los inversores especializados, es a través de un sistema no deseado por las entidades de crédito, consistente en la condonación de la deuda a cambio de la adjudicación automática de la garantía. Ello permite a los nuevos inversores propietarios de la deuda comercializar inmediatamente los inmuebles, con altas rentabilidades.

A título exclusivamente ilustrativo, y sin ningún valor en su rigor o datos, puede exponerse un ejemplo, absolutamente ficticio, en el que existe un crédito del 80% del valor de tasación a fecha de originación, que es adquirido al 40% de su valor nominal, lo que supone incorporar ese crédito al 32% del valor de tasación inicial (80% x 40%). Entendiendo que una ejecución permite adjudicarse un inmueble al 60% del valor de la tasación (Martínez Escribano, 2014),

4. Marco teórico y de referencia

efectuada en ese momento, en la hipótesis de que el valor de tasación se haya reducido en un 30% respecto del que supuso la inicial firma del crédito hipotecario, podría suponer unos resultados como los siguientes:

	INICIAL	ACTUAL
Valor de tasación del inmueble	100	70
Crédito concedido	80	
Valor compra crédito al 40% (40% x 80%)	32	
Valor ejecución al 60%		42
Plusvalía estimada (42-32)	10	
Porcentaje teórico de la operación (10/32)	31,25%	

Fuente: Elaboración propia

Tabla 4.22 Comparación de opciones en una venta de activos provisionados

Según los importes de esta tabla, y atendiendo a las altas provisiones que deben ser dotadas, sería posible rebajar el precio de venta en un porcentaje notable (probablemente entre un 30% y un 50%), sin que ello le suponga pérdidas ese año a la cuenta de resultados de la entidad financiera. Al vender se revierten las provisiones a las que obliga la autoridad monetaria, lo que libera una parte de los recursos propios.

Éste es el motivo por el que las entidades financieras pueden vender los activos adjudicados por impagos a precios inferiores a los de reposición de los bienes de que se trate.

Y probablemente éste es el motivo por el que, en algunos casos, la mejor opción (o la menos mala) es vender activos que constituyen su verdadero negocio principal.

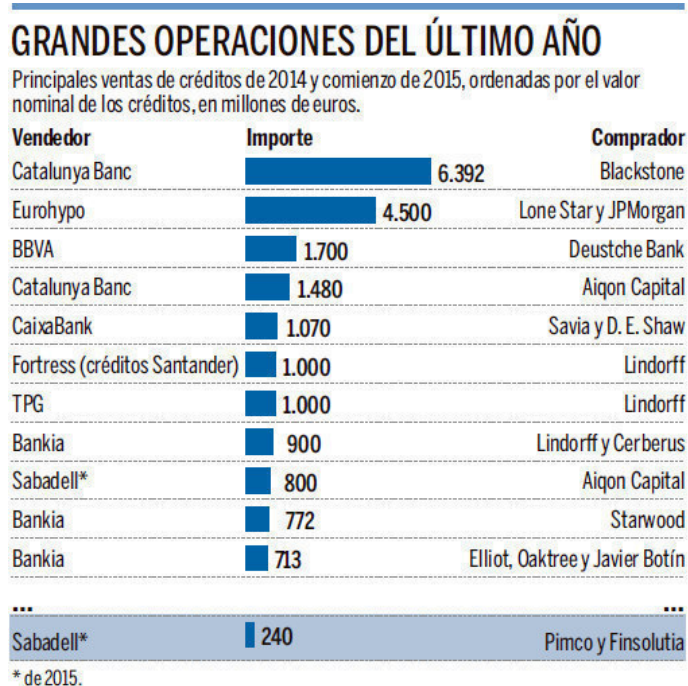
Para el cesionario, se trata de un tipo de inversión que aprovecha la coyuntura del prestatario (propietario del inmueble y deudor del crédito hipotecario) y del prestamista (muy condicionado por las provisiones que ha debido efectuar en sus carteras fallidas y el coste que ello le supone). Aporta liquidez al sistema crediticio y libera de compromisos a los deudores, pero no constituye un modelo orientado al largo plazo.

De lo expuesto, puede presumirse que el ajuste del mercado que une el sector financiero con el inmobiliario en el segmento más complejo, que contempla los incumplimientos, se produce por el valor, aunque tal afirmación deberá ser confirmada por esta tesis.

Además, se produce un equilibrio entre el valor a corto plazo del inmueble, que acepta el inversor, con el valor a largo plazo, correspondiente al riesgo reputacional, del sector financiero.

A título de ejemplo y tomando como información los datos aparecidos en prensa que se ilustran en la siguiente figura, que se aportan únicamente para dimensionar el tema pero en ningún caso como información contrastada y por tanto carecen de valor científico, se relacionan operaciones correspondientes a ventas de créditos en 2014 y principios de 2015, en millones de euros:

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Expansión (2015)

Figura 4.57 Principales ventas de créditos de 2014 y 2015/1T

En resumen, como se ha expuesto, la adquisición de deuda hipotecaria fallida o con riesgo de impago permite a determinados inversores obtener rentabilidades potenciales superiores a las de la adquisición de activos inmobiliarios, básicamente porque se amplía dicho margen mediante la compra con descuento del crédito hipotecario.

Así, la inversión en activos inmobiliarios puede hacerse desde dos planteamientos:

- Evaluando la calidad del inmueble, a partir del estudio de todas sus características y del valor que se otorga a las mismas.
- Accediendo al mismo a través de la compra de la deuda con descuento respecto a su valor nominal. Ello permite una inmediata negociación con el deudor para rentabilizar la inversión o, en caso de que no sea posible, ejecutar la hipoteca.

4.8 Valoración de inmuebles

4.8.1 Introducción

Se presenta en este apartado una muy breve reseña del proceso de valoración de inmuebles, dada la importancia que tiene, tanto en lo que hace referencia a la inversión en el sector

4. Marco teórico y de referencia

inmobiliario, como a la función de garantía de préstamos y créditos hipotecarios de sus activos.

El valor de un inmueble determina, en un alto grado, el límite prudencial de importe a conceder en un préstamo o crédito hipotecario. Asimismo, el valor de los activos inmobiliarios indica, casi directamente, el valor de una empresa inmobiliaria.

El valor es una característica de los activos inmobiliarios, y valorar es una actividad de gran trascendencia en el sector inmobiliario y, debido a la vinculación con los activos crediticios, también en el sector financiero.

En este apartado no se aborda todo lo referente a valoración de activos crediticios, préstamos o créditos, que se entiende aquí identificado con su valor nominal. En lo referente a valoración de situaciones atípicas de préstamos y créditos, como puede ser el caso de los calificados como dudosos, se remite a su tratamiento en el correspondiente apartado de esta tesis.

Asimismo, en diferentes apartados de esta tesis se hace mención a todo lo referente a valoración de títulos hipotecarios, aunque no se aborda directamente aquí. Se considera un proceso de mucha complejidad, tanto en lo que respecta a los propios títulos como a los instrumentos de cobertura de los mismos.

Finalmente, en lo referente a otro tipo de valor, como son las provisiones que el Banco de España obliga a dotar a las entidades crediticias, se remite a la regulación vigente en cada momento, en la que se especifica claramente la operativa a seguir para su cálculo.

A lo largo de la tesis se aborda el estudio de ratios o porcentajes que ponen en relación dos valores entre sí, lo que permite su evaluación o comparación con otros. Así, aunque ha sido ya mencionado antes, interesa recordar aquí el denominado LTV (*loan to value*) que pone en relación el total del saldo vivo de un préstamo o crédito hipotecario con el valor del activo inmobiliario que le sirve de garantía. Igualmente, dada su importancia en las entidades de crédito, y por la composición de su cálculo, debe también mencionarse otra vez el denominado coeficiente de solvencia de una entidad, que pone en relación el valor de los recursos propios de esa institución con el valor de los activos de la misma. Dada su importancia, se hará referencia a ambos ratios, en diferentes apartados de la investigación.

4.8.2 El concepto de valoración

Una valoración es una opinión, por lo que el valor de un inmueble es también una opinión.

Dicha opinión, que debe estar suficientemente argumentada, corresponde a un momento determinado, aunque deba incorporar una visión de su futuro.

Podemos entender, entonces, que la valoración de un inmueble es una opinión de futuro formulada por un valorador, lo que no asegura que se mantenga a lo largo de la vida útil de ese inmueble, o durante el plazo de vigencia del préstamo o crédito al que sirve de garantía hipotecaria. Tampoco asegura que esa “opinión” coincida con la de otro valorador de igual prestigio profesional.

En palabras de Joslin (2005), “*Valuation is a snapshot in time. It is an assessment of the market price at a single point in time. It is an estimate and any estimate is uncertain*”. Es decir, una valoración es una “instantánea en el tiempo”. Es una evaluación del precio de mercado en un momento determinado. Es una estimación y cualquier estimación es incierta.

4. Marco teórico y de referencia

Como se infiere de lo expuesto, en una valoración debe determinarse el valor a la fecha en que se efectúa, pero debe tener en consideración el futuro de ese activo. Es decir, el valor, a fecha actual, debe incorporar la información disponible de su futuro conocido o esperado. Así ocurre con el cálculo del valor actual del flujo de fondos (“*cash flow discount*”).

4.8.3 Valoración de inmuebles en España

En España, a efectos de valorar una garantía inmobiliaria de préstamos o créditos hipotecarios susceptibles de ser titulizados, deben seguirse las directrices de la Norma ECO 805/2003. Existen diferentes finalidades para la aplicación de esta norma, que serán presentadas en otro punto de este apartado.

Más adelante se expondrá otra metodología de valoración de gran relevancia, como es la que se corresponde con los principios de la RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors), que propone valoraciones basándose en normas de conducta estrictas y auroreguladas.

La Norma ECO 805/2003

La Norma ECO 805/2003, cuyos objetivos se tratarán más adelante, refleja también la incidencia del futuro (incierto) en el valor a fecha de tasación de un inmueble y la necesaria prudencia para su determinación. En concreto, y de forma muy específica, de los 10 principios, recogidos en su artículo 3, que deben observarse en la valoración de inmuebles, el correspondiente al punto “h”, que expone el **principio de temporalidad**, es muy explícito en la relación entre el valor de un activo y el futuro del mismo, cuestión de gran relevancia a lo largo de esta tesis. Asimismo, en el punto “f” se expone el principio de prudencia, que entendemos es el que mejor guía la correcta determinación del valor de un activo.

h) Principio de temporalidad, según el cual el valor de un inmueble es variable a lo largo del tiempo.

f) Principio de prudencia, según el cual, ante varios escenarios o posibilidades de elección igualmente probables se elegirá el que dé como resultado un menor valor de tasación.

Se trata de dos principios a tener muy en cuenta en la valoración de inmuebles, lo que incorpora la cuantificación del futuro de un activo en su valoración (como por ejemplo pueden ser los flujos de fondos que puede generar).

La Norma 805/2003 deja explícitamente manifestado que el valor de la garantía de un préstamo o crédito hipotecario puede variar en el tiempo.

El principio de prudencia, aunque redactado de forma muy explícita, ofrece un criterio que permite la ponderación de toda valoración, y estimula la consideración de todo lo probable y los riesgos que de ello puedan derivarse.

Además del citado principio de temporalidad, en la norma se recogen otros principios que también hacen referencia a la variación de que puede ser objeto el valor de un inmueble, a la necesidad de tenerlo en cuenta, y a la obligación de argumentar transparentemente el proceso seguido para valorar un inmueble:

a) Principio de anticipación, según el cual el valor de un inmueble que se encuentre en

4. Marco teórico y de referencia

explotación económica es función de las expectativas de renta que previsiblemente proporcionará en el futuro.

d) Principio de probabilidad, según el cual ante varios escenarios o posibilidades de elección razonables se elegirán aquellos que se estimen más probables.

i) Principio de transparencia, según el cual el informe de valoración de un inmueble deberá contener la información necesaria y suficiente para su fácil comprensión y detallar las hipótesis y documentación utilizadas.

4.8.4 Valoraciones según Norma ECO 805/2003 y según RICS

Como se ha expuesto, en España, a efectos hipotecarios y de futura titulación de los activos crediticios, es obligado valorar los inmuebles por entidades tasadoras homologadas por el Banco de España, que deben aplicar la Norma ECO 805/2003 para su determinación.

Sin embargo, el valor de mercado de un inmueble, si no es a efectos hipotecarios y de titulación, puede determinarse también siguiendo las directrices de la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) y de su *Red Book* (www.rics.org).

Debe mencionarse el hecho de que una tasación hipotecaria, en España, debe estar respaldada por la Norma ECO 805/2003. Sin embargo, la valoración de una empresa inmobiliaria que cotiza en la Bolsa española (o el patrimonio inmobiliario de cualquier otra empresa cotizada), es decir, el valor total de la suma de todos sus inmuebles como parte del valor de la empresa, suele estar formulada y firmada por un miembro de RICS (MRICS), que aporta solvencia y credibilidad internacionalmente.

Todo ello puede entenderse como una contradicción, aunque responde a la diferente finalidad de cada valoración.

Los préstamos y créditos hipotecarios españoles están garantizados por el valor de un inmueble tasado con la Norma ECO/805 2003. Estos créditos son los que forman parte de las titulaciones (cédulas, bonos, participaciones, etc.) que también se integran en el mercado financiero internacional.

Los activos que se encuentran dentro del valor de un activo bursátil (como puede ser la acción de una inmobiliaria u otra empresa cotizada) suelen ser tasados siguiendo la metodología RICS (básicamente basada en valor de mercado), mientras que los colaterales de los créditos que están integrados en titulaciones lo son atendiendo a la Norma ECO 805/2003.

La Norma ECO 805/2003, define el valor de mercado como “*el precio al que podría venderse el inmueble, mediante contrato privado entre un vendedor voluntario y un comprador independiente en la fecha de la tasación, en el supuesto de que el bien se hubiere ofrecido públicamente en el mercado, que las condiciones del mercado permitieren disponer del mismo de manera ordenada y que se dispusiere de un plazo normal, habida cuenta de la naturaleza del inmueble, para negociar la venta*”.

El *Red Book* de la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS), en su edición española *Estándares RICS de valoración versión en castellano* (6ª edición, 1 de enero de 2008) define el valor de mercado como “*la cuantía estimada por la que un bien podría intercambiarse en la fecha de valuación entre un comprador dispuesto a comprar y un vendedor dispuesto a vender,*

4. Marco teórico y de referencia

en una transacción libre tras una comercialización adecuada, en la que las partes hayan actuado con la información suficiente, de manera prudente y sin coacción”.

En la estricta finalidad hipotecaria, la Norma ECO 805/2003 describe en su artículo 2 letra a) el valor hipotecario, referido a su aplicación a la garantía hipotecaria de créditos o préstamos que formen o vayan a formar parte de la cartera de cobertura de títulos hipotecarios emitidos por las entidades, promotores y constructores a que se refiere el artículo segundo 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.

A tal efecto, define el valor hipotecario como base para la obtención del valor de tasación de bienes inmuebles para las finalidades hipotecaria y de fondos de pensiones, haciendo explícitas algunas prácticas destinadas a respetar el principio de prudencia. Su definición, contenida en la Norma ECO 805/2003, es la siguiente: *“Valor hipotecario o valor a efecto de crédito hipotecario (VH). Es el valor del inmueble determinado por una tasación prudente de la posibilidad futura de comerciar con el inmueble, teniendo en cuenta los aspectos duraderos a largo plazo de la misma, las condiciones del mercado normales y locales, su uso en el momento de la tasación y sus usos alternativos correspondientes”.*

Interesa señalar la apelación a los “aspectos duraderos a largo plazo” que debe tener una tasación, lo que nos remite nuevamente al futuro y a lo incierto de su naturaleza.

Reproduciendo un párrafo del redactado, la Norma ECO 805/2003 expone que *“La presente Orden establece normas para el cálculo del valor de tasación de bienes inmuebles y de determinados derechos reales para las finalidades contempladas en su ámbito de aplicación, así como para la elaboración de informes y certificados en los que se formalizará”.*

Suele considerarse que esta norma debe aplicarse específicamente para tasaciones hipotecarias, es decir, para determinar el valor de los inmuebles que deben servir de garantía a un préstamo o crédito inmobiliario.

Sin embargo, la tasación hipotecaria en sí misma no es el único objeto de dicha norma. El motivo por el cual los inmuebles que servirán de garantía a un préstamo o crédito hipotecario deben ser valorados atendiendo a la Norma ECO 805/2003 puede encontrarse en su artículo 2.

Se reproduce a continuación el citado artículo, tanto por su relevancia como por lo poco conocido que es el objetivo último de su ámbito de aplicación, que no se limita a la simple originación de créditos hipotecarios:

Orden ECO/805/2003, de 27 de marzo, sobre normas de valoración de bienes inmuebles y de determinados derechos para ciertas finalidades financieras TEXTO CONSOLIDADO Última modificación: 8 de marzo de 2013

Artículo 2. Ámbito de aplicación.

La presente Orden será de aplicación siempre que el valor de tasación se utilice para alguna de las finalidades siguientes:

*a) Garantía hipotecaria de créditos o préstamos **que formen o vayan a formar parte de la cartera de cobertura de títulos hipotecarios** emitidos por las entidades, promotores y constructores a que se refiere el artículo segundo del Real Decreto 685/1982, de 17 de*

4. Marco teórico y de referencia

marzo, por el que se desarrollan determinados aspectos de la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de Regulación del Mercado Hipotecario.

b) Cobertura de las provisiones técnicas de las entidades aseguradoras exigida en el Real Decreto 2486/1998, de 20 de noviembre, por el que se aprueba el Reglamento de Ordenación y Supervisión de los Seguros Privados.

c) Determinación del patrimonio de las instituciones de inversión colectiva inmobiliarias reguladas en el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre, por el que se regula el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, reguladora de las Instituciones de Inversión Colectiva.

d) Determinación del patrimonio inmobiliario de los Fondos de Pensiones regulados en el Real Decreto 304/2004, de 20 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento de Planes y Fondos de Pensiones.

Como se puede leer en el punto a), la finalidad relacionada con la garantía hipotecaria de préstamos o créditos está relacionada con que éstos “**formen o vayan a formar parte de la cartera de cobertura de títulos hipotecarios**”. Es decir, los préstamos o créditos hipotecarios que puedan ser titulizados deben ser valorados siguiendo las directrices de la Norma ECO 805/2003.

En la tesis se presenta un apartado específicamente dedicado a la descripción del proceso de titulización y a los activos que forman parte del mismo. Asimismo, se hace mención continuada a este proceso, por su gran importancia en la función financiera.

La Norma ECO 805/2003 garantiza una determinada metodología teniendo en cuenta la posible titulización hipotecaria, operación que es posterior a la de originación de un préstamo o crédito hipotecario.

Esta puntualización, no muy conocida, tiene gran importancia, dado que la misma Norma ECO 805/2003 conecta directamente los dos sectores, inmobiliario y financiero, e incluye explícitamente un tercer eslabón representado por las operaciones de titulización.

Sin que sea objeto de este apartado, tal consideración puede entenderse también como una información implícita de que el préstamo o crédito que se solicita puede ser posteriormente titulizado, lo cual es relevante en términos de la no obligada información al deudor, como se expone en el apartado correspondiente.

En los restantes puntos b), c), y d) del artículo 2 se hace referencia a entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva inmobiliarias y Fondos de Pensiones, cuyo patrimonio debe ser valorado con la Norma 805/2003.

4.8.5 Métodos de valoración según Norma ECO 805/2003

Antes se ha expuesto el concepto de valor de mercado, entendido desde la definición de la Norma ECO 805/2003 y del *Red Book* de RICS.

Según el redactado de la Norma ECO 805/2003, los bienes inmuebles deben ser valorados según los siguientes métodos:

Artículo 15. Métodos.

4. Marco teórico y de referencia

1. Los métodos técnicos de valoración utilizables a efectos de esta Orden son:

- a) El Método del coste.*
- b) El Método de comparación.*
- c) El Método de actualización de rentas.*
- d) El Método residual.*

2. Dichos métodos permiten obtener el valor de mercado, el valor hipotecario y el valor de reemplazamiento.

La propia norma define estos métodos de la manera siguiente:

Método del coste

Mediante este método se calcula un valor técnico que se denominará valor de reemplazamiento. Dicho valor podrá ser bruto o neto.

El valor de reemplazamiento bruto o a nuevo (VRB) de un inmueble es la suma de las inversiones que serían necesarias para construir, en la fecha de la valoración, otro inmueble de las mismas características (capacidad, uso, calidad, etc.) pero utilizando tecnología y materiales de construcción actuales.

El valor de reemplazamiento neto o actual (VRN) es el resultado de deducir del VRB la depreciación física y funcional del inmueble en la fecha de la valoración.

Método de comparación

Mediante este método se determinan dos valores técnicos que se denominarán valor por comparación, que permite determinar el valor de mercado de un determinado bien, y valor por comparación ajustado, que permite determinar su valor hipotecario.

Método de actualización de rentas

El cálculo del valor de actualización exigirá:

- a) Estimar los flujos de caja.*
- b) Estimar el valor de reversión.*
- c) Elegir el tipo de actualización.*
- d) Aplicar la fórmula de cálculo.*

Se trata de aplicar el descuento de flujo de fondos (“*cash flow discount*”), calculando el valor actual de un flujo de cobros y pagos futuro, directamente relacionados con el inmueble.

Método residual estático

El método residual sólo se podrá aplicar mediante el procedimiento estático, a los solares e inmuebles en rehabilitación en los que se pueda comenzar la edificación o rehabilitación en un plazo no superior a un año, así como a los solares edificados.

4. Marco teórico y de referencia

Para el cálculo del valor residual por el procedimiento estático se seguirán los siguientes pasos:

a) Se estimarán los costes de construcción, los gastos necesarios a que se refiere el artículo 18.3 y 4 de la presente Orden, los de comercialización y, en su caso, los financieros normales para un promotor de tipo medio y para una promoción de características similares a la analizada. En el caso de inmuebles en rehabilitación y en aquellos terrenos que cuenten con proyecto de obra nueva también se tendrán en cuenta los costes de construcción presupuestados en el correspondiente proyecto.

b) Se estimará el valor en venta del inmueble a promover para la hipótesis de edificio terminado en la fecha de la tasación. Dicho valor será el obtenido por alguno de los métodos establecidos en los artículos precedentes.

c) Se fijará el margen de beneficio del promotor.

d) Se aplicará la fórmula de cálculo.

Básicamente, determina el valor de un suelo, o de otro inmueble preexistente a rehabilitar, a través del “valor residual” que resulta de restar los costes de construcción y el beneficio de una promoción, del valor de mercado de un inmueble.

Método residual dinámico

El valor residual del inmueble objeto de la valoración calculado por el procedimiento dinámico será la diferencia entre el valor actual de los cobros obtenidos por la venta del inmueble terminado y el valor actual de los pagos realizados por los diversos costes y gastos, para el tipo de actualización fijado.

4.8.6 Ratio valor alquiler respecto valor inmueble

Existen otros criterios de valoración, o de chequeo de los mismos, que deben ser considerados por lo que de alineamiento con el mercado real aportan, entre los que se cita aquí el que relaciona el valor del alquiler de un inmueble con el valor del propio inmueble.

El ratio de alquileres respecto a valor del inmueble se entiende como una relación que debería reflejar la opinión del mercado.

Un inmueble puede entenderse como una inversión, cuya rentabilidad y riesgo es comparable con otras opciones.

Se trata de un criterio que toma en consideración el valor actual de un inmueble y su potencial generación de flujos monetarios futuros a través del arrendamiento.

El ratio valor del alquiler respecto a valor del inmueble transmite dos informaciones concretas, que aportan mucho criterio en determinadas evaluaciones.

Por un lado, la comparación entre alquiler y cuota hipotecaria, con sus diferentes riesgos, que, sin embargo, debe ser ponderada con plazos y posible valor de la desinversión final. No se trata de una comparación directa entre ambas cifras, sino de la correcta armonización de las mismas.

4. Marco teórico y de referencia

Por otro lado, un ratio de gran interés, como es el cociente entre la renta neta anual por alquileres (flujo de fondos resultante de minorar los cobros por alquileres con los pagos que deben ser asumidos) y el valor del inmueble. Es decir, lo que podría entenderse como rentabilidad neta anualizada por alquileres, que también puede estimarse bruta, si no se minoran con los pagos asumidos por la propiedad de la vivienda arrendada (por ejemplo su mantenimiento o algunos tributos).

Efectuada a la inversa, dicha operación supone disponer de un coeficiente similar al PER (*Price Earnings Ratio*), habitual en los mercados de valores, que permite conocer el número de veces que el importe de alquiler está contenido en el precio de venta, o el número de años que la cifra de alquileres pagados equivale al precio de un inmueble. Se trata de un ratio del que incluso el Banco de España, en sus informes estadísticos periódicos, informa con precisión.

En el siguiente cuadro se puede observar la evolución de estos ratios en los años 2012, 2013 y 2014, según información del Banco de España. Así, por ejemplo, la rentabilidad bruta de alquilar una vivienda en España al cierre del cuarto trimestre de 2014 es del 4,7%, lo que equivale a un PER de 21,3 años (resultado de la operación $1/0,047$).

	Datos anuales		
	2012	2013	2014
Rentabilidad de inversiones alternativas			
Acumulado en los últimos 12 meses (c)			
Vivienda (alquiler más variación de precios)	-9,0	-3,5	6,4
Rentabilidad bruta por alquiler	3,8	4,3	4,7
Bonos del Estado a 10 años (e)	5,3	4,1	1,6
Depósitos de hogares e ISFLSH (f)	2,7	1,6	0,7
Bolsa (IBEX-35)	-4,7	21,4	3,7
Comparación internacional			
Índices de precios reales. Tasas interanuales (a)			
España	-15,8	-12,0	0,5
Alemania	0,9	1,6	2,3
Francia	-2,7	-3,1	-2,4
Italia	-5,9	-6,9	-4,6
Holanda	-9,0	-9,0	0,6
UEM	-4,1	-3,3	-0,3
Reino Unido	-1,1	1,0	8,4
Estados Unidos	-2,2	2,6	4,0
Japón	-0,8	1,3	-1,1

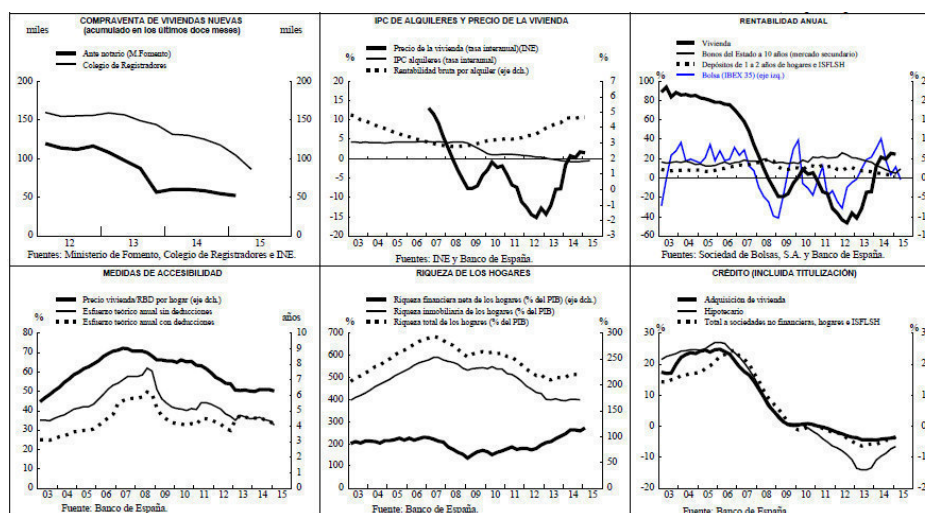
Fuente Banco de España

Tabla 4.23 Estadística de indicadores del mercado de la vivienda

Estos cálculos pueden efectuarse por importes totales o por precios unitarios. De hecho, el ratio alquiler respecto a valor del inmueble es parecido al que se usa, internacionalmente, para valorar determinados tipos de inmuebles, como oficinas o centros comerciales, en cuyos cálculos se estiman rentas y tasas de rentabilidad.

En lo referente a valores, y sin que ello impida que puedan volver a presentarse en esta investigación, se incluyen aquí gráficos procedentes de informes estadísticos del Banco de España, a efectos exclusivamente informativos respecto de su formato, y de las magnitudes de interés que incorporan. Algunos de ellos han sido ya expuestos en anteriores apartados.

4. Marco teórico y de referencia

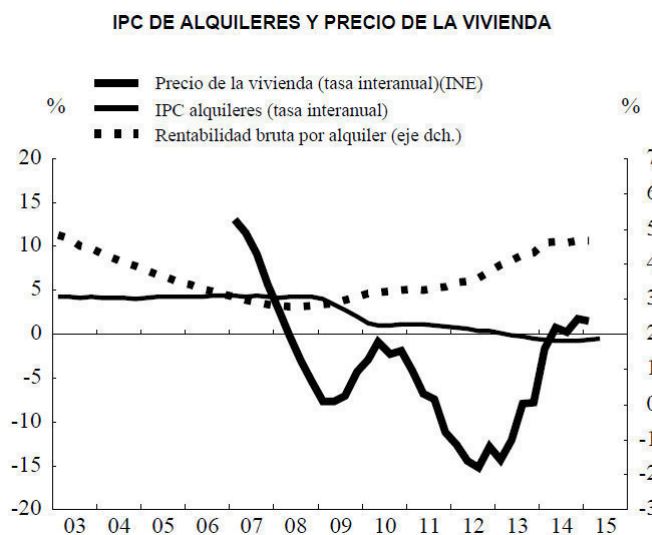


Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 4.58 Cuadro de indicadores del mercado de la vivienda

En estos gráficos se aprecia la evolución de algunas magnitudes comentadas. En lo referente a la riqueza, en la que participan los activos inmobiliarios en propiedad, se observa que su variación puede ser muy acusada, atendiendo al cambio del valor de aquéllos.

Se reproducen a continuación, incorporando información al marco de referencia de esta tesis, los mismos cuadros con mayor detalle, para documentar la evolución de algunos valores representativos del mercado inmobiliario español de estos últimos años:

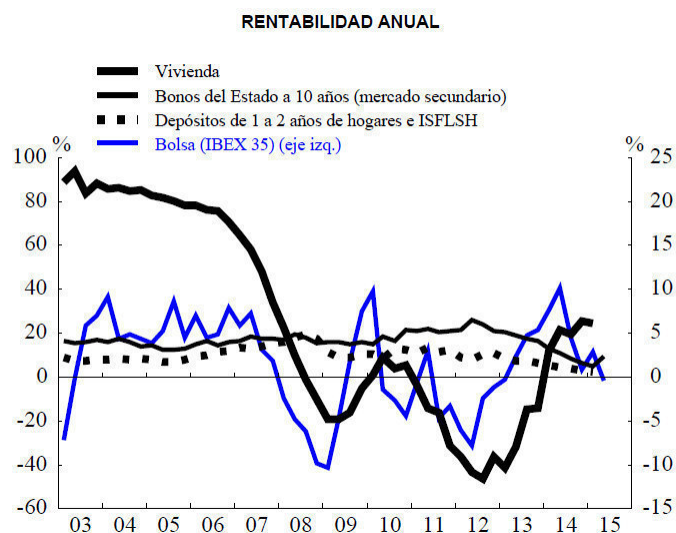


Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 4.59 Ratio alquiler respecto a valor inmueble

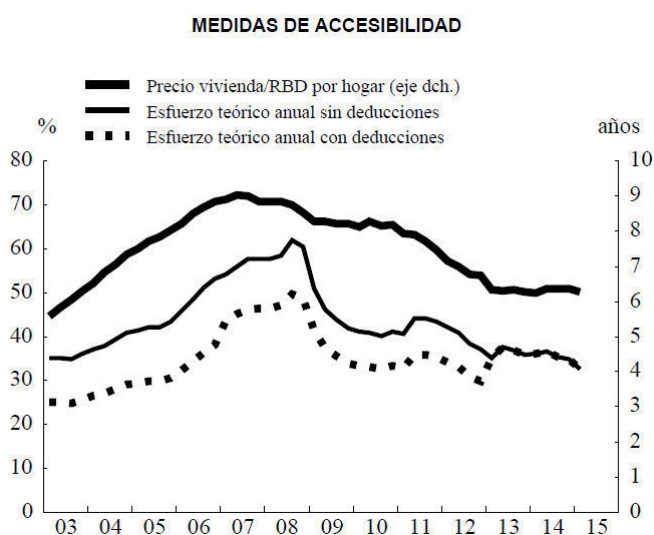
Obsérvese, en el gráfico anterior (figura 4.59), como la rentabilidad bruta por alquiler tiene una mayor estabilidad que el precio de la vivienda. En el siguiente gráfico (figura 4.60), puede apreciarse la comparativa entre la rentabilidad de diferentes inversiones.

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 4.60 Rentabilidad anual de viviendas y otros activos



Fuente: Banco de España (2015a)

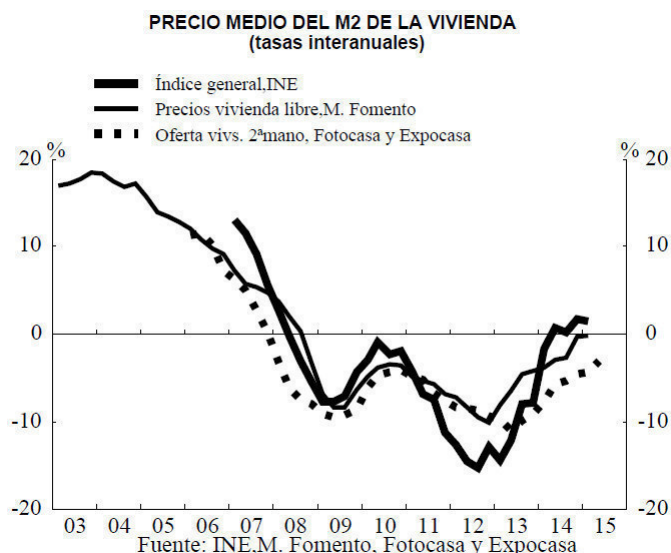
Figura 4.61 Indicadores de accesibilidad a la vivienda

El gráfico anterior (figura 4.61) ilustra la directa dependencia del esfuerzo necesario para acceder a una vivienda con la evolución de los precios de la misma.

El siguiente gráfico (figura 4.62), expone la evolución de los precios de la vivienda en España. Interesa destacar la no unanimidad de los valores que componen las tres gráficas superpuestas, lo que confirma la dificultad en disponer de datos correspondientes a las operaciones del mercado inmobiliario, y la dificultad en estimar el ajuste entre el precio de oferta y el efectivo importe final de una operación.

La figura 4.62 confirma que el valor de los inmuebles puede variar en el tiempo, de forma muy notable (obsérvese la pérdida de valor desde el año 2005 hasta el año 2009).

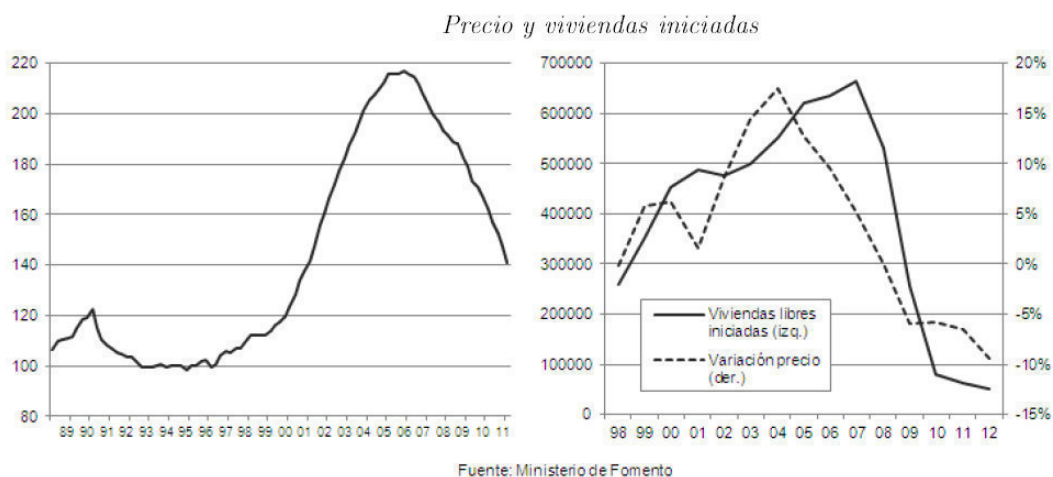
4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 4.62 Evolución del precio medio de la vivienda

Las figuras 4.62 y 4.63 han aparecido ya en este estudio, y su inclusión en este espacio obedece a la importancia de su contenido,



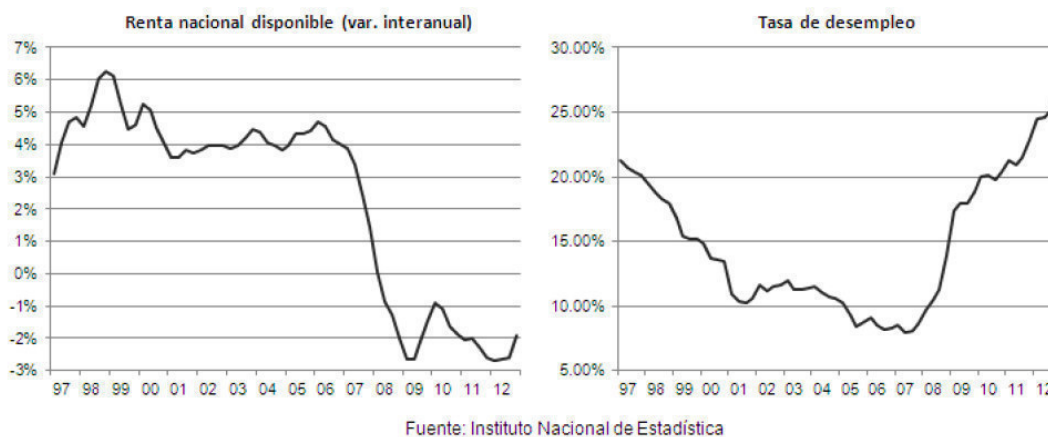
Fuente: Sánchez (2013)

Figura 4.63 Precio y número de viviendas iniciadas

La anterior figura 4.63, muestra el perfil comparado de las gráficas de viviendas iniciadas (incremento de oferta) y precio, con el punto de inflexión en el año 2007, en el que cae fuertemente la demanda y la financiación. Teniendo en cuenta el tiempo necesario para desarrollar una promoción inmobiliaria, puede analizarse el gráfico preguntándose acerca de cuáles fueron las previsiones que siguieron impulsando la edificación en los últimos años del ciclo (véanse los años 2005 y 2006 en el gráfico), cuando ya en el año 2004 aparecían señales de caída en los precios.

4. Marco teórico y de referencia

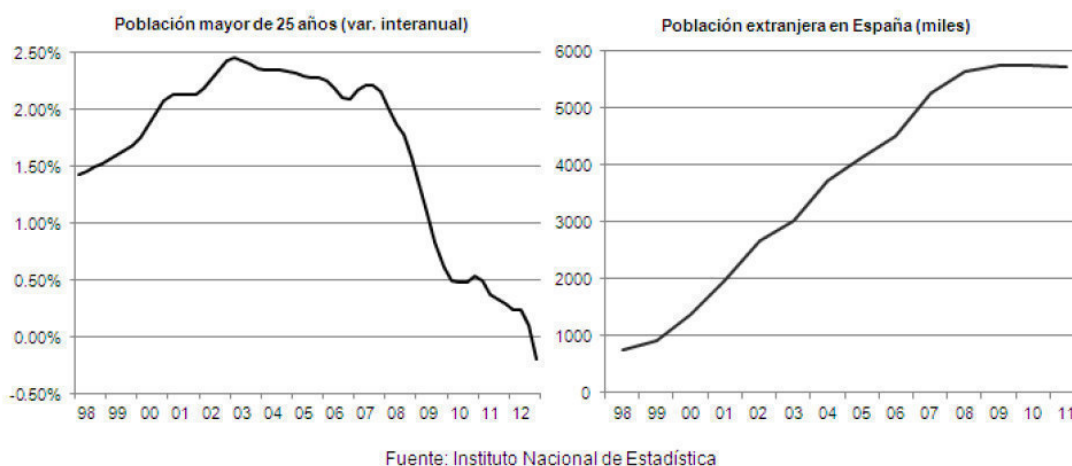
Factores macroeconómicos



Fuente: Sánchez (2013)

Figura 4.64 Factores macroeconómicos de renta y empleo

Factores demográficos



Fuente: Sánchez (2013)

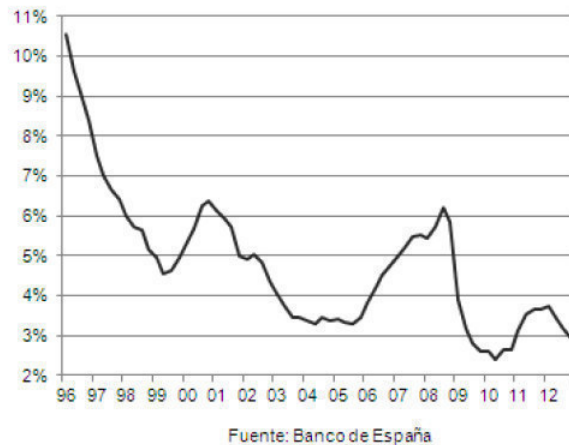
Figura 4.65 Evolución demografía en España

Los anteriores gráficos (figuras 4.64 y 4.65), muestran claramente la directa imbricación entre los factores macroeconómicos y demográficos, con los ciclos inmobiliarios y económicos. Interesa muy especialmente observar el punto de inflexión que nuevamente se identifica con el año 2007, en lo referente a renta nacional disponible y tasa de desempleo (figura 4.64), muy relacionadas ambas con la pérdida de valor de activos y con la desaparición de un nivel de actividad muy dependiente del sector inmobiliario y de la construcción.

La figura 4.66, muestra la evolución del tipo de interés nominal (sin tener en cuenta la inflación) de la financiación hipotecaria. Obsérvese como el incremento que refleja en los años 2005 a 2007, no redujo la construcción de nuevos inmuebles que se ha visto en la figura 4.63.

4. Marco teórico y de referencia

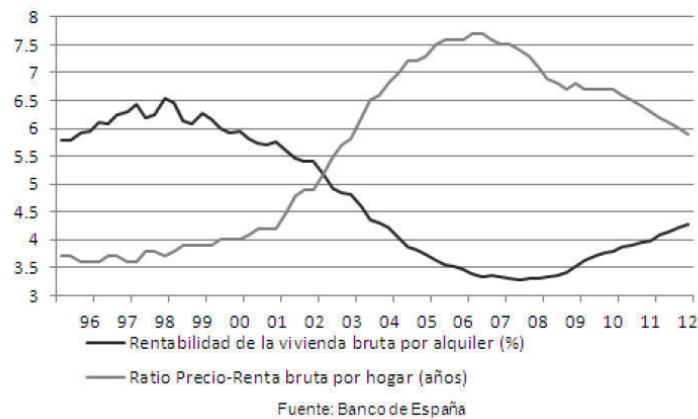
Tipo de interés nominal de las hipotecas



Fuente: Sánchez (2013)

Figura 4.66 Evolución tipo de interés hipotecario

Rentabilidad por alquiler y ratio precio-renta



Fuente: Sánchez (2013)

Figura 4.67 Rentabilidad por alquiler y ratio precio/renta

4.8.7 Valor razonable y valor histórico

En una empresa, los activos pueden estar valorados a su coste histórico (es decir, el valor contable de la inversión), o a valor razonable.

El valor razonable se define como el precio que sería recibido por vender un activo, o pagado para transferir un pasivo, en una transacción ordenada entre participantes independientes en el mercado a la fecha de medición.

La medición hecha a valor razonable asume que el activo o el pasivo se intercambian en una transacción ordenada entre los participantes en el mercado. No es una transacción forzada

4. Marco teórico y de referencia

(Cañibano y Herranz, 2008), como por ejemplo pueden ser las que se derivan de una liquidación o de una venta apresurada.

Se trata de una transacción hipotética a la fecha de medición, que la empresa debe considerar al elaborar los estados financieros.

La definición de valor razonable se encuentra tanto en el cuerpo normativo internacional (NIIF 13, que entró en vigor el 1 de enero de 2013) como en la normativa americana (SFAS 157), definido como el “*precio que sería recibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción corriente entre participantes del mercado en la fecha de medición*” (NIIF 13, SFAS 157).

Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), en inglés IFRS (*International Financial Reporting Standard*), son los estándares contables adoptadas por el IASB (*International Accounting Standards Board* o Junta de Normas Internacionales de Contabilidad). Puede entenderse que son las normas internacionales que rigen la correcta actividad contable.

La SFAS, *Statement of Financial Accounting Standards*, compila las normas de contabilidad norteamericanas.

A efectos de esta tesis, la contabilidad ha de entenderse como fuente de información, que debe ser veraz y útil.

Dada su divergencia del valor razonable con el valor contable de los activos, siendo éste el valor histórico al que fue incorporado en el balance, existen argumentos a favor y en contra del valor razonable (Galera y López, 2009).

Los argumentos a favor consideran que el valor razonable permite informar de la verdadera situación financiera de una empresa en un momento concreto. Ello supone reflejar los activos a su valor actual, lo que implica disponer de un valor correcto del patrimonio. En definitiva, permite tener mejor información y, por tanto, poder tomar mejores decisiones.

Los argumentos en contra tienen en cuenta la dificultad que surge en ocasiones a la hora de valorar activos que no tienen mercado, lo que puede restar fiabilidad a sus importes. Asimismo, desde una perspectiva de mercado, las opiniones contrarias consideran que el valor razonable tiene un carácter procíclico (Vicente, Molina y Ramírez, 2009), dado que el valor está en dependencia de la fase del ciclo, lo que puede generar un efecto ilusorio de riqueza que puede orientar decisiones erróneas en la gestión de una empresa.

4.8.8 Valoración de empresas inmobiliarias

Puede accederse a la propiedad de un inmueble, o de una cartera inmobiliaria, directamente o a través de una empresa o fondo inmobiliario. En este apartado se han expuesto, de forma muy general, los procedimientos para valorar un inmueble. Se describe a continuación, de forma también muy resumida, el procedimiento para valorar una organización inmobiliaria.

Los motivos para valorar una organización inmobiliaria, sea cual sea su configuración societaria, pueden ser varios: para su venta, para su calificación a efectos financieros, para su salida a bolsa o, de forma genérica, para conocer el valor del patrimonio de sus accionistas o partícipes.

4. Marco teórico y de referencia

Sin entrar a considerar las ventajas fiscales que una u otra configuración de sociedad puede tener, y sin tener en cuenta los recientes cambios legislativos españoles autorizando las denominadas Socimis (Sociedades Anónimas Cotizadas de Inversión en el Mercado Inmobiliario), se describe la metodología generalmente aceptada para informar del valor de una inmobiliaria.

El valor de una empresa inmobiliaria se determina atendiendo de manera muy explícita al valor de sus inmuebles.

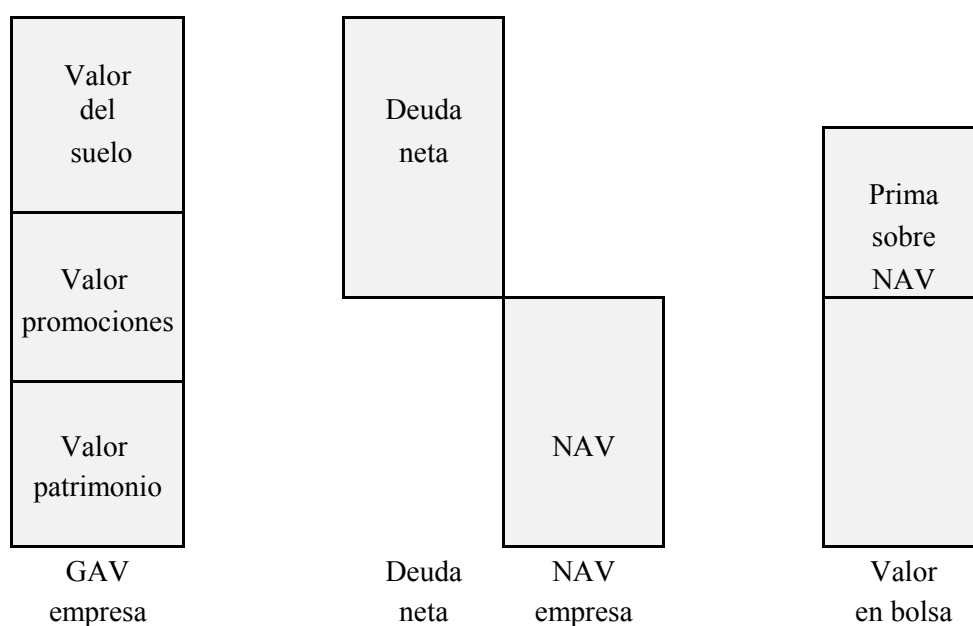
Una inmobiliaria se valora con el NAV (*Net Asset Value*), que es el valor de mercado de los activos (denominado GAV, *Gross Asset Value*) de una empresa, menos sus deudas netas.

El GAV es el valor bruto de los activos de esa inmobiliaria, sean éstos considerados como inversiones inmobiliarias (es decir, inmuebles en explotación) o existencias (edificios en construcción y suelo).

Por deudas netas entendemos los siguientes conceptos: las cuentas a pagar menos cuentas a cobrar, la tesorería, los préstamos y créditos, y las operaciones comprometidas

Así pues, el valor de una organización inmobiliaria estará determinado por su NAV e incorpora el de sus activos (GAV), que se entiende han sido valorados considerando su evolución futura (con el cálculo del descuento del flujo de fondos, en el caso en que así sea necesario) y la correcta consideración de sus riesgos (especialmente en un activo con tanta incertidumbre como es el suelo).

Tiene relevancia dado que se trata del valor al que una empresa inmobiliaria puede ser transferida o fusionada, aquel al que cotiza en bolsa, o al que es ofrecido a los inversores para su posterior salida a bolsa. El método expuesto, atendiendo a la gran relevancia del GAV, confirma, vez más y en palabras de Suárez (2011), el papel de “*árbitros del mercado financiero*” de las entidades valoradoras.



Fuente: Elaboración propia

Figura 4.68 Determinación del valor de una inmobiliaria

4. Marco teórico y de referencia

4.9 Riesgo e incertidumbre

4.9.1 El concepto de riesgo y de incertidumbre

Suele confundirse el significado de incertidumbre y riesgo, adoptándose en muchas ocasiones ambos términos para describir la misma idea.

Sin embargo no son lo mismo.

La primera referencia acerca de la diferencia entre riesgo e incertidumbre, procede de la obra *Risk, Uncertainty, and Profit (Riesgo, Incertidumbre y Beneficio)*, de Frank Knight (1921), en la que reflexiona acerca de las oportunidades que presenta un mundo en constante evolución, aunque éstas van ligadas al conocimiento imperfecto de los sucesos futuros.

Knight (1921) introdujo la diferencia entre riesgo e incertidumbre, estableciendo que el riesgo va referido a aquellas situaciones en las que, desconociéndose el devenir de una determinada situación, es posible establecer razonablemente sus probabilidades, mientras que la incertidumbre se refiere a aquellas otras situaciones en las que no es posible disponer de la información suficiente para determinarlas.

Según Knight (1921), *“Existe una diferencia fundamental entre el beneficio por asumir un riesgo conocido y el beneficio por asumir un riesgo cuyo valor no es conocido”*, considerando que la *“verdadera incertidumbre no es susceptible de ser medida”*.

Así pues, a efectos terminológicos, existe un **riesgo** cuando la probabilidad de que se produzca un suceso es conocida o cuantificable, mientras que la expresión **incertidumbre** es aplicable a sucesos no previsible, cuya probabilidad de que se produzcan no es conocida.

La certeza, como tercera situación en la que es posible tomar decisiones, es la óptima. Supone una igualdad total entre los diferentes individuos que toman decisiones, es decir, no permite a nadie tomar ventaja respecto del resto de agentes. En esta situación se dispone de total seguridad acerca de lo que sucederá en el futuro.

La principal diferencia entre riesgo e incertidumbre es el hecho de que la incertidumbre no es medible. Cualquier previsión de futuro que se haga en un ambiente de incertidumbre será una pura especulación, sin posibilidad de disponer de razonamientos que permitan argumentar una decisión.

Por el contrario, el riesgo sí es evaluable, estableciendo todas las opciones posibles, asignando un determinado grado de probabilidades para cada una de ellas. Ello supone que los posibles resultados de una decisión son conocidos y sus probabilidades evaluables a priori.

Así pues, apoyándose en la incertidumbre que suponen determinados sucesos, cuantificarlos en términos de probabilidad permite disponer de una mayor seguridad ante esos eventos.

Que el riesgo sea medible significa que se puede gestionar, de modo que es posible incorporarlo en la toma de decisiones, mientras que en situación de incertidumbre sólo pueden establecerse posibles efectos o aceptar someterse al azar.

4. Marco teórico y de referencia

Incluso en la bondad de disponer de máxima información, evaluar el riesgo ante dos escenarios excluyentes será propio de una gestión racional y prudente.

Sin duda, el principal componente de la incertidumbre o el riesgo es la información disponible, así como la calidad de la misma.

Una buena gestión, o incluso una necesidad ineludible, ante cualquier decisión, será **convertir incertidumbre en riesgo**.

Lo contrario no será racional, aunque pueda formar parte de actitudes oportunistas, entendiendo éstas como “*la búsqueda, con engaño, del propio interés*”, según las palabras de Simon (1961), que cita Calatayud (1996).

Debe mencionarse aquí que Herbert Alexander Simon, quien fue galardonado con el Nobel de Economía en 1978, propuso el concepto de “racionalidad limitada”, contrario al concepto neoclásico del hombre racional, que da lugar a un comportamiento “satisfactor” y no “maximizador”, de manera que propone el modelo del “hombre administrativo”, que opta por decisiones suficientemente satisfactorias, frente al “hombre económico”, que persigue la mejor opción de entre todas las posibles (Gallego, 2007).

El concepto de riesgo se fundamenta matemáticamente en el cálculo de probabilidades, que se califican y evalúan ante la obtención de un resultado que puede representar ganancias o pérdidas.

4.9.2 Riesgo y gestión económica

En el ámbito de la gestión económica, riesgo e incertidumbre son dos conceptos totalmente diferenciados, cuyo conocimiento permite determinar su naturaleza y la forma de ser gestionado.

En la inversión y financiación, la información tiene una gran importancia dada la práctica imposibilidad de conocer directamente las características de cada activo, o incluso las perspectivas de futuro de quienes lo ofertan.

Sin entrar a valorar hechos o hipótesis, la “incertidumbre knightiana” (Knight, 1921) puede explicar muchas inversiones, o la financiación de las mismas, que han resultado fallidas o de dudosa viabilidad en su planteamiento.

Todo acuerdo o contrato pretende incorporar posibles sucesos futuros que puedan afectar al trato y a quienes lo han suscrito. Pero es imposible preverlo todo, pues la información que tenemos sobre el futuro es incompleta. Cualquier transacción implica riesgo o incertidumbre, no existiendo trato sin riesgo.

Toda decisión de futuro, por la propia definición de futuro, comporta incertidumbre, es decir, la imposibilidad de tener certeza sobre lo que sucederá. Tal incertidumbre influye en la decisión de acometer un determinado proyecto de inversión y, en caso de ser aceptado, en la rentabilidad que se pretende obtener.

Dado que el futuro es absolutamente desconocido, la incertidumbre puede convertirse en riesgos concretos y, por tanto, asumibles bajo determinadas condiciones, tras asignar probabilidades a

4. Marco teórico y de referencia

lo que se entiende posible. Pueden también, eventualmente, establecerse determinados instrumentos de cobertura.

El valor está, pues, en la información aunque es imposible acopiar información de sucesos futuros, o tener certeza de que determinada información de hechos pasados va a confirmarse en eventos futuros.

Por lo tanto, es la información disponible la que gradúa el riesgo ante una decisión, así como la propia aversión al riesgo que pueda tener quien debe tomarla.

4.9.3 Actitudes y/o conductas frente al riesgo

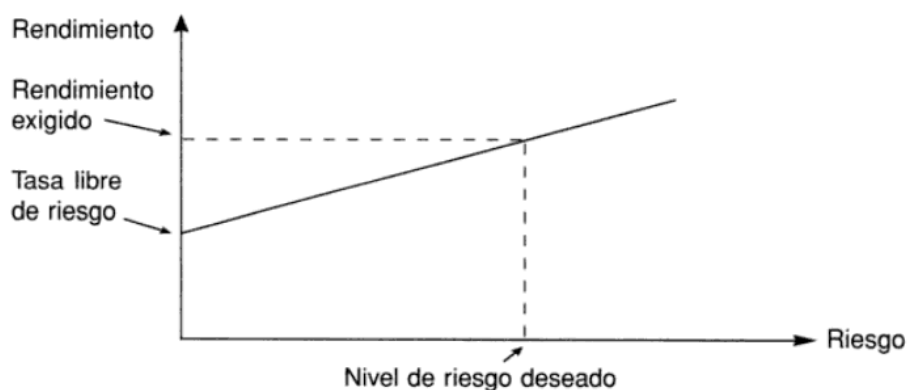
Los riesgos pueden ser asumidos, entendido esto como autoseguro, pueden ser compartidos, o pueden ser traspasados a otro sujeto.

La autoasunción de riesgos puede proceder de ignorancia acerca de los mismos, posiblemente por falta de información, por indiferencia o por minusvaloración.

Actitudes frente al riesgo que pueden observarse desde una perspectiva subjetiva (Albarrán Lozano, 2000) son:

- Aversión al riesgo, en la que se exige una mayor rentabilidad por aceptar un riesgo mayor. Dicha rentabilidad debe justificar el riesgo adicional que lleva implícito un determinado curso de acción.
- Indiferencia ante el riesgo, en la que no se requiere ningún incremento de rentabilidad al aumentar el riesgo que se asume.
- Preferencia por el riesgo, en la que existe una opción clara en favor del riesgo.

Como se ve en la siguiente figura, cuanto más arriesgada es una inversión o un proyecto, más rentabilidad se le exige en una situación racional, basada en la aversión al riesgo y el conocimiento de éste.



Fuente: De Lara Haro (2005).

Figura 4.69 Relación entre riesgo y rendimiento

4. Marco teórico y de referencia

Desde la visión del comportamiento humano, y bajo premisas teóricas de la teoría de seguros, las diferentes posiciones que pueden adoptarse ante el riesgo son la autoasunción, la prevención y la previsión (Albarrán Lozano, 2000).

La autoasunción del riesgo supone una actitud de indiferencia ante el peligro que supone no tomar medidas de previsión para combatirlo. La prevención del riesgo implica un conjunto de medidas materiales que tienden a eliminar o aminorar las posibles consecuencias de la confirmación de un riesgo. La previsión supone adoptar medidas para hacer frente, en el futuro, a una posible confirmación del riesgo, entre las que se diferencia el ahorro, el autoseguro, ambas de carácter individual, y el seguro, que supone un sistema colectivo de protección (Albarrán Lozano, 2000).

Transcribiendo a Albarrán Lozano (2000):

Ahorro. Dedicación de parte de la renta de las unidades económicas a la formación de capitales futuros que —sin aplicación concreta— pueden aminorar las consecuencias económicas negativas de un siniestro.

Autoseguro. Vinculación de un patrimonio a la posible ocurrencia de un siniestro sin intervenir las entidades aseguradoras, pero la masa patrimonial queda unida específicamente al pago o compensación de posibles siniestros y contempla la organización de los medios relacionados con dicho fin. En su constitución intervienen ciertos principios económico-financieros.

Seguro. Institución específica para cobertura de riesgos y alternativa que permite transformar eventualidades (a las que están sometidos los patrimonios) en probabilidades soportables gracias a su organización empresarial.

Combinación de varias técnicas. Para contrarrestar podrán combinarse las técnicas analizadas o buscar una fórmula exclusiva. Las grandes empresas (debido a la dispersión de riesgos homogéneos y a la capacidad financiera) podrán articular mejor una política que combine todas las técnicas posibles. Particulares, pequeñas y medianas empresas deberán utilizar el sistema de transferencia de riesgos a las compañías aseguradoras. Una de las combinaciones de técnicas más usuales es eliminar y/o prevenir riesgos, transferirlos, autoasegurarse y utilizar el seguro (obligatorio o libre), según el riesgo de que se trate.

El seguro, íntimamente ligado al riesgo, es el proceso que permite aceptar su existencia y convertirlo en un instrumento financiero que puede, incluso, ser negociado en mercados secundarios. En los mercados de valores cotizan y se negocian los denominados “futuros” y, como ejemplo citado en esta tesis, los instrumentos de cobertura de títulos, denominados CDS, han sido objeto de una muy importante presencia en los mercados.

Podemos, pues, concluir mencionando que aceptar la existencia de riesgos permite asegurarlos, de una u otra manera, y que esa misma protección puede ser objeto de negociación en mercados. Es decir, la cobertura de riesgos supone un riesgo, y como tal, es susceptible de ser valorado.

4.9.4 Adoptar una decisión ante el riesgo significa que éste se conoce

Importa, y en gran medida, observar al hilo de lo expuesto que la decisión de protegerse, implica necesariamente ser consciente de la existencia de un riesgo.

4. Marco teórico y de referencia

En el tema central de este trabajo, la vinculación entre sector financiero y sector inmobiliario, se traslada, de hecho, a quienes participan de los mismos, tomando decisiones y asumiendo sus consecuencias.

No todos los participantes de cada una de las innumerables operaciones que conforman estos sectores disponen de la misma información ni de los mismos medios para gestionarla. Se trata pues de una relación contractual entre dos agentes, en la que una de las partes tiene más capacidad para gestionar los acontecimientos futuros de ese contrato a medio o largo plazo que la otra. Es decir, el futuro es igual de impredecible para ambas partes, pero una de ellas dispone de mayor capacidad de evaluar y minimizar riesgos que la otra.

Los participantes en cada momento de la vida de la relación contractual que los une pueden variar y, con ellos, los riesgos y su gestión. Así, en lo referente a riesgos, no tiene la misma consideración un crédito hipotecario que una cartera de la que aquél forma parte. Tampoco puede ser igualmente considerada, en cuanto a riesgos y cobertura de los mismos, una cartera de créditos hipotecarios en el balance de una institución financiera originadora, que los mismos titulizados y reevaluados como activo financiero por el nuevo mercado del que forman parte.

4.9.5 Riesgo y rentabilidad

Debe existir una motivación, una razón, para asumir riesgos en determinado contexto, o para asumir el coste de disponer de suficiente información que permita evaluar probabilidades futuras de éxito. Se entiende que todo proyecto de futuro, sea cual sea su naturaleza o ámbito en el que se desarrolla, supone riesgo. Y ese riesgo puede ser asumido en aras de conseguir determinado objetivo, personal, social, económico o de cualquier otra índole.

No existe un proyecto sin riesgo, dado que debe hacerse realidad en el futuro, y éste incorpora el propio riesgo inherente a lo desconocido, por lo que cualquier propuesta de inversión o financiación deberá ser objeto de estudio previo.

En el área económica, la asunción de riesgo debe estar referida a diferentes objetivos que, finalmente, pueden singularizarse en la rentabilidad. Se entiende aquí que ésta asegura la continuidad de quien ha efectuado una inversión.

Como se ha expuesto, toda inversión de futuro, por la propia definición de futuro, comporta incertidumbre, que puede convertirse en riesgos concretos y, por tanto, asumibles bajo determinadas condiciones. Esta incertidumbre influye en la decisión de acometer un determinado proyecto y, en caso de que así sea, en la rentabilidad que se pretende obtener y que permite aceptar esa incertidumbre.

Toda decisión económica tendrá como objetivo la obtención de una determinada rentabilidad, y ésta podrá ser evaluada por comparación con otras opciones posibles para la misma inversión o el mismo esfuerzo.

Dicha rentabilidad deberá ser superior al coste de financiación, sea éste coste de la deuda o coste de capital, entendiéndose aquí por rentabilidad el resultado en relación con la inversión efectuada para su consecución (Gómez-Bezares, Madariaga y Santibáñez, 2000).

En lo referente a la financiación, en el caso de dedicar recursos propios o ajenos a determinado proyecto se pretende disponer de dinero efectivo en fecha actual, confiando los prestatarios que podrá ser devuelto, o recuperado, en fecha futura. Ello supone una confianza en la posibilidad

4. Marco teórico y de referencia

de su devolución, primordialmente con la rentabilidad generada por el propio proyecto que se ha financiado. Por parte de los prestamistas, implica una rentabilidad estructurada en el coste de ese dinero, el coste del riesgo y los retornos en forma de intereses. Así, cuanto más bajo ha sido el coste del dinero, más propensión ha habido a solicitar y a conceder financiación, lo que puede generar una evaluación de proyectos con un rigor más relajado.

4.9.6 Convertir incertidumbre en riesgo

Toda inversión, para ser acometida, demanda una determinada rentabilidad, igual que todo esfuerzo precisa de un resultado final que la motive. Debe entenderse que sin rentabilidad no hay estímulo inversor o motivo para establecer relaciones contractuales con otra parte.

La rentabilidad de todo trato o inversión se obtendrá siempre en el futuro, en un esquema de valor actual y decisión actual, frente a rendimientos futuros y escenarios no siempre predecibles. Se entiende, pues, que tomar una decisión en tiempo presente supone asumir una determinada capacidad de hacer frente al futuro.

Debemos insistir en que **el futuro es siempre desconocido, y por tanto incierto**.

El riesgo puede estar referido a una inversión concreta, o a una cartera de diferentes activos.

Estos activos, que ocupan esta investigación, pueden ser bienes inmuebles, préstamos o créditos hipotecarios, así como todo tipo de agrupaciones de derivados o titulizaciones de los mismos.

Al analizar una inversión concreta, siguiendo a Contreras (2009), pueden efectuarse los siguientes análisis:

- Análisis de probabilidades, aplicado a las variaciones de los flujos de caja futuros.
- Análisis de sensibilidad, observando los resultados ante cambios en las variables más significativas, especialmente las más inciertas.
- Análisis de escenarios, que permite trabajar con diferentes posibilidades.
- Ajuste simple en la tasa de descuento, que opera con la idea de que asumir riesgo supone demandar una mayor rentabilidad, lo que es posible efectuar penalizando la tasa de descuento, es decir, la tasa que se aplica para calcular el valor actual de un *cash flow* futuro (y por tanto incierto).
- Simulaciones de diferentes posibilidades y escenarios.

Si se analiza la viabilidad o riesgo de una cartera en la que existen interrelaciones, puede recurrirse a los siguientes métodos:

- Diversificación y modelo CAPM (grado de covarianza entre las rentabilidades de los activos componentes de un portafolio). Se trata de combinar en una cartera activos que no estén perfectamente correlacionados, con el fin de disminuir el riesgo sin reducir la rentabilidad.
- Estudio de riesgo diversificable (no sistemático).

4. Marco teórico y de referencia

- Estudio de riesgo no diversificable (sistemático).
- Técnica de decisión basada en análisis de decisiones secuenciales y árboles de decisión.

Se trata de métodos de evaluación que permiten tomar decisiones, pero que no serán abordados en esta tesis.

Sin embargo, a pesar de que la diversificación reduce los riesgos, ya que evita su concentración, no existe un método que garantice con certeza la suficiente seguridad ante el riesgo, dado que éste es función de sucesos futuros no predecibles. Así lo manifiesta Fernández (2014), cuando afirma que

El CAPM es un modelo absurdo porque sus hipótesis y sus conclusiones/predicciones son opuestas a la realidad (describen “un mundo” que no es el nuestro). La hipótesis más extravagante es que los inversores tienen expectativas homogéneas (todos esperan la misma rentabilidad y la misma volatilidad de todas las acciones) y la predicción más contraria a la realidad es que la cartera de renta variable de todos los inversores es idéntica en su composición: todas las acciones del mercado (“el mercado”). Es imposible determinar “la prima de riesgo del mercado” y “la beta de mercado de una empresa” porque tales números no existen debido a las heterogéneas expectativas de los inversores. De la hipótesis absurda de “expectativas homogéneas”, se derivan otros absurdos...”.

Es decir, la protección ante riesgos que deben ser estimados en base a hipótesis, a las que se les asigna una determinada probabilidad de ocurrencia, obedece a nuevas hipótesis. Se trata de un sistema que puede observarse repetidamente, en el cual el riesgo de determinado activo se cubre con el riesgo de otro activo o con la fe en determinado cálculo, lo que puede entenderse como una traslación de riesgos.

4.9.7 Fuentes de riesgos

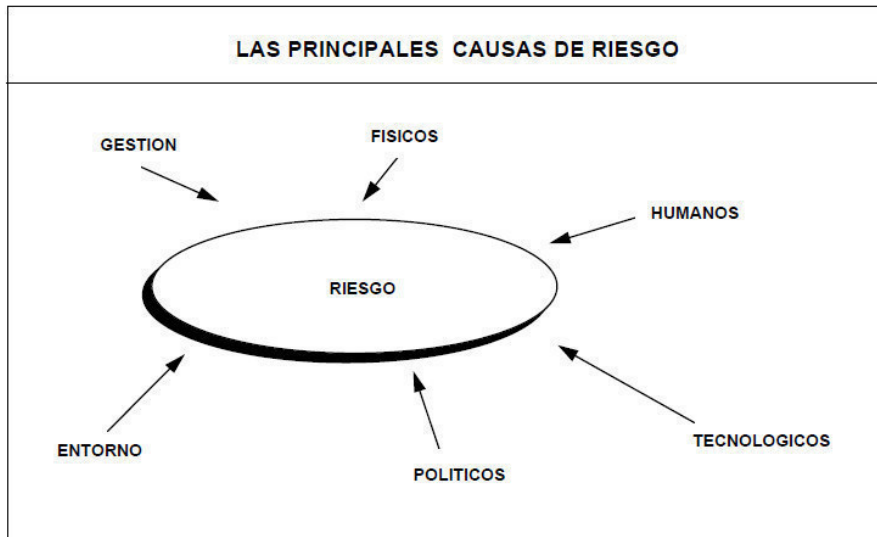
Para definir lo que es riesgo puede recurrirse a la consideración de cualquier valor de una variable distinto al estimado. Esta definición puede aplicarse a los sectores objeto de este estudio y a cada uno de sus agentes.

En cada sector o en cada organización, existirán unas determinadas variables, de mayor relevancia, que denominaremos factores de riesgo.

Los factores de riesgo son absolutamente variables en el tiempo, en algunas ocasiones con un alto grado de aleatoriedad que impide determinar su valor futuro en el momento de tomar las decisiones. Entendiendo que se trata de factores de riesgo, es decir, de variables relevantes, en el momento presente se sabe con certeza que sus variaciones tendrán una incidencia importante en fases futuras de un proyecto.

En la siguiente figura se ilustran las posibles fuentes de riesgos de un proyecto, en este caso expuestas de forma general, sin hacer especial incidencia en los sectores objeto de la investigación:

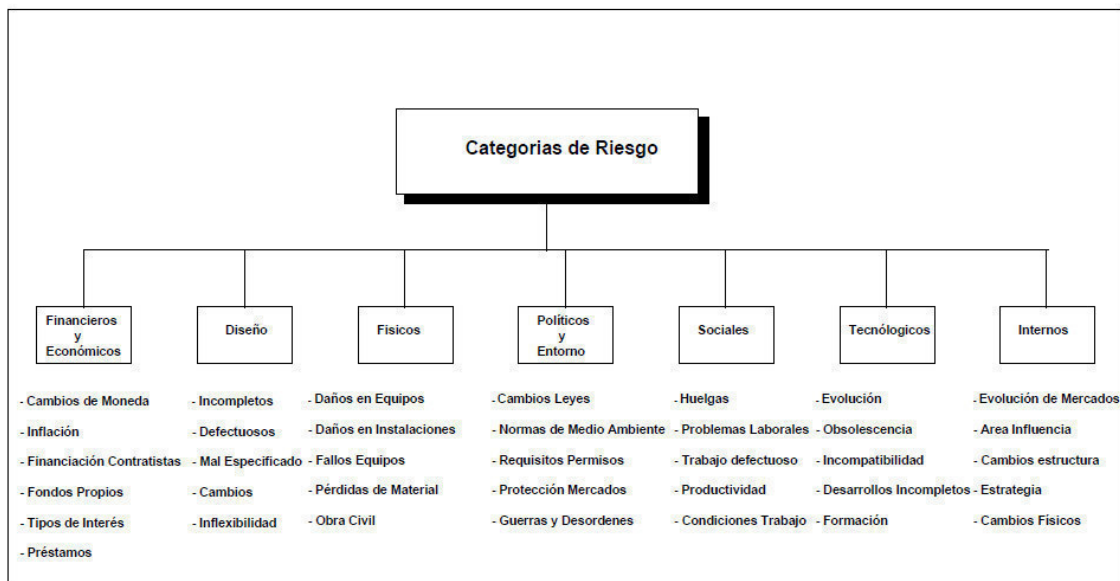
4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Jiménez y De la Torre (1998)

Figura 4.70 Fuentes potenciales generales de riesgo en la realización de un proyecto

Estos riesgos pueden subdividirse en otros más concretos, hasta el nivel de detalle que se considere pertinente, como se ve en la siguiente figura.

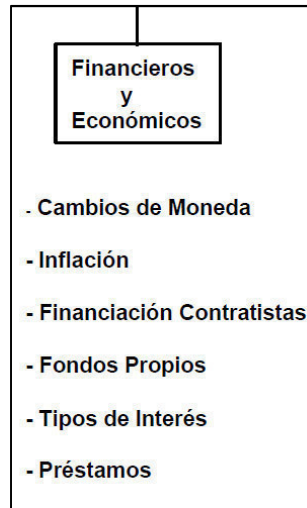


Fuente: Jiménez y De la Torre (1998)

Figura 4.71 Clasificación en siete categorías de riesgo

Del cuadro anterior, señalamos a continuación los que se refieren explícitamente al área financiera y económica:

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: Jiménez y De la Torre (1998)

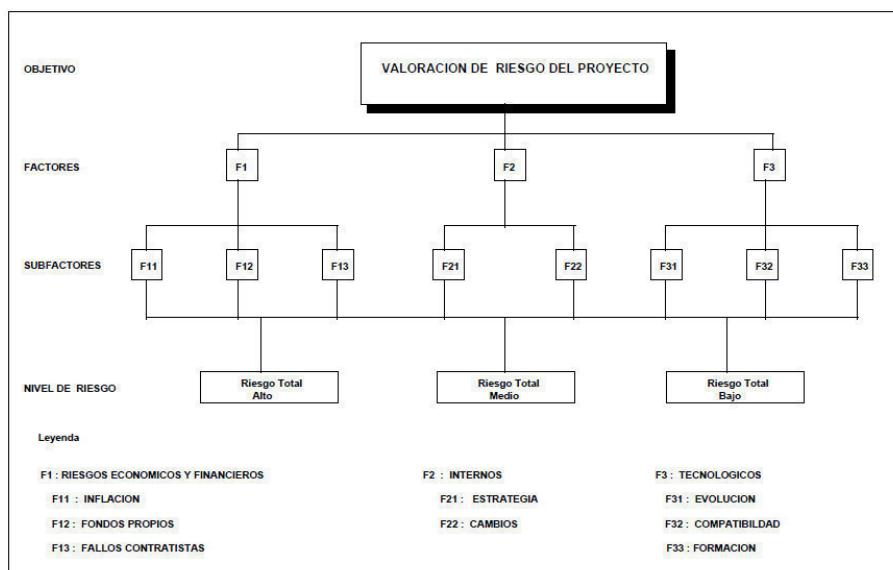
Figura 4.72 Riesgos económicos y financieros

En “momento presente” se sabe que existe la posibilidad de que determinados factores de importancia para quien toma una decisión puedan variar, posiblemente con resultados no coincidentes con los estimados. Existe riesgo en todo proyecto y de ello se tiene conocimiento.

El riesgo debe ser gestionado, lo que puede resumirse en:

- Evaluarlo
- Controlarlo
- Disponer de instrumentos de cobertura

Se ilustra a continuación un ejemplo de un posible estudio de riesgos y sus probabilidades:



Fuente: Jiménez y De la Torre (1998)

Figura 4.73 Factores, subfactores y probabilidades de niveles de riesgo

4. Marco teórico y de referencia

El estudio propuesto en la figura anterior se puede trasladar a cifras concretas:

PRIORIDADES DE LOS FACTORES, SUBFACTORES, Y NIVELES DE RIESGO

FACTORES	SUBFACTORES	NIVELES DE RIESGO				
		ALTO	MEDIO	BAJO		
F1	0,635	F11	0,150	0,099	0,031	0,020
		F12	0,041	0,041	0,121	0,271
		F13	0,052	0,005	0,017	0,030
F2	0,287	F21	0,082	0,008	0,019	0,055
		F22	0,205	0,040	0,147	0,018
F3	0,078	F31	0,022	0,005	0,015	0,002
		F32	0,049	0,035	0,010	0,004
		F33	0,007	0,002	0,005	0,001
PROBABILIDAD DEL NIVEL DE RIESGO			0,235	0,364	0,401	

Fuente: Jiménez y De la Torre (1998)

Figura 4.74 Matriz con las probabilidades de los niveles de riesgo

4.9.8 Tipos de riesgos

Los riesgos pueden catalogarse o clasificarse atendiendo a diversos criterios.

De entre las numerosas clasificaciones posibles, nos interesa señalar una que entendemos de gran relevancia en este estudio, que aborda el funcionamiento de una hipotética cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios, en la que unos incorporan los riesgos de otros. Nos referimos a riesgos simples o compuestos.

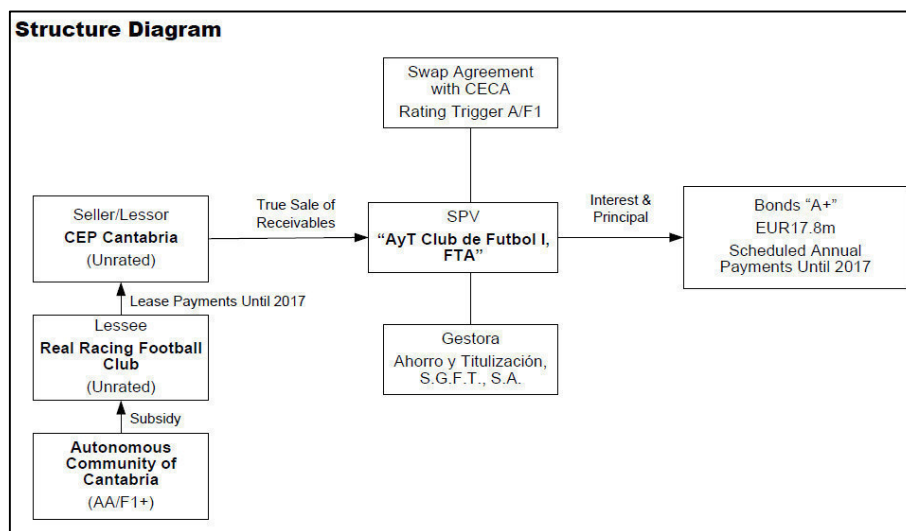
Riesgos simples que se concretan en una determinada variable, o riesgos compuestos en los que uno puede estar en dependencia de la ocurrencia de otro (lo que incrementa la complejidad de su estudio).

Todo lo comentado en esta investigación acerca de la cadena de vinculación puede identificarse con riesgos compuestos, pues unos activos dependen de otros. La cobertura del préstamo o crédito hipotecario está muy relacionada con el riesgo de variación del valor de la garantía hipotecaria. Los cobros de un título hipotecario están en relación con el riesgo de impagos de sus préstamos o créditos subyacentes.

Obsérvese el singular esquema que reproduce la siguiente figura, en la que se expone el proceso de titulización de bonos, en cuyo planteamiento se encuentra un equipo de fútbol (Real Racing Club de Santander, S.A.D.). Debemos deducir que, directamente o indirectamente, los resultados deportivos de ese club pueden afectar en alguna medida a los resultados de esos bonos, lo que puede entenderse como un ejemplo de riesgos compuestos, en los que unos resultados dependen de otros. El ejemplo se aleja mucho del interés de esta tesis, pero creemos

4. Marco teórico y de referencia

que es ilustrativo de la posibilidad de interconectar riesgos. Esta emisión obtuvo una alta calificación de A+, lo que probablemente se explica por la presencia de la Comunidad Autónoma en la emisión, que concedió una licencia exclusiva sobre los derechos de propiedad industrial al Real Racing Club de Santander, por un plazo de once años a cambio de un canon anual, y una opción de compra final por los derechos, todo ello objeto de la titulización. Se entiende que el pago de ese canon debe poder hacerse con los cobros de la gestión deportiva.



Fuente: Fitch Ratings (2006)

Figura 4.75 Ejemplo de titulización de bonos emitidos por un club de fútbol

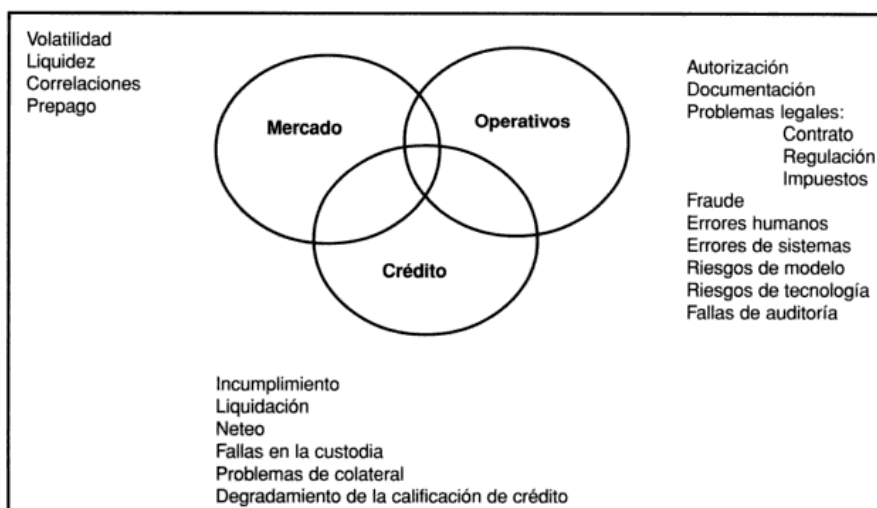
En otro apartado de esta tesis, se han descrito las estructuras de titulización que incorporan activos crediticios subyacentes que, a su vez, están vinculados a bienes inmuebles que les sirven de garantía hipotecaria, lo que en conjunto puede constituir una cadena de riesgos compuestos, interrelacionados y con grandes dependencias entre sí. Se entenderá, entonces, el creciente nivel de complejidad que deben asumir las evaluaciones de riesgo de un instrumento de cobertura de una estructura como la descrita (que es aún mayor cuando esa cobertura se asegura con otra subsiguiente, como es el caso de los CDS).

Atendiendo al objeto de esta tesis, en el que se relacionan activos financieros con activos inmobiliarios, los factores que sin duda más influyen en el valor de aquéllos, son los que puedan afectar al flujo de fondos previsto, por cuyo cobro periódico y regular se ha efectuado una inversión inicial.

Así, por ejemplo, tratando de riesgos financieros, pueden citarse aquí el riesgo de tipo de interés, el riesgo de divisa, el riesgo de volatilidad, el riesgo de precio o el riesgo de crédito (De Lara Haro, 2005).

En la siguiente figura se ilustra la interconexión de los diferentes tipos de riesgos citados.

4. Marco teórico y de referencia



Fuente: De Lara Haro (2005)

Figura 4.76 Tipos de riesgos e interconexión entre ellos

Tratándose de títulos hipotecarios, un tenedor está expuesto a diversos riesgos, entre los que pueden citarse el **riesgo de tipo de interés** y el **riesgo de crédito**. Además, aunque no se describirán aquí, existen otros riesgos como el de inflación, de divisa, de plazo o de modificación de éste, de repago del principal, de liquidez, etc. Toda variación en la calidad de crédito, será calificada por una agencia de rating (principalmente Fitch, Moody's o Standard & Poor's).

Indudablemente, un riesgo que debe ser siempre considerado, cuya constante variación se ha citado a lo largo de esta investigación, es el relativo a los cambios en la regulación, que pueden afectar a todos los participantes de la cadena de vinculación a la que se hace continua referencia.

Por último, en esta breve reseña debe considerarse también que la pérdida o la no disponibilidad de personas clave en la actividad que se trata puede ser causa de una gestión que aleje los resultados de las previsiones. La solvencia profesional, y ética, de las personas, es el principal valor en las decisiones y en su ejecución.

Tipos de riesgo referidos a inversiones y financiación

No se pretende hacer una lista exhaustiva de los riesgos que se evalúan antes de una inversión, o de su financiación, pues interesa fundamentalmente tratar el concepto del riesgo y su trascendencia, sin el detalle que precisa un evaluador de riesgos.

A título enunciativo y en relación con los dos sectores que tratamos en este estudio, pueden citarse los siguientes:

- Riesgo de crédito, que puede observarse por el lado de quien financia o por el lado de quien recibe esa financiación. Engloba la pérdida potencial que se deriva del posible incumplimiento de obligaciones, la variación de tipos de interés y las variaciones en las garantías de deuda hipotecaria. Se trata de un riesgo al que se hará referencia continua en esta tesis, ya que tiene en consideración el riesgo de variación del valor de la garantía inmobiliaria.

4. Marco teórico y de referencia

- Riesgo de mercado, que considera los cambios en precios, demanda u otras condiciones del mercado en el que se opera.
- Riesgo de liquidez, al no poder accederse a fondos líquidos para hacer frente a obligaciones. Entre ellos puede entenderse el que resulta de no poder convertir, mediante una venta, un activo inmobiliario, o financiero, en liquidez.
- Riesgo operativo, o de las operaciones propias de la empresa.

4.9.9 La asunción de riesgos

Los riesgos los asumen las personas, y se entiende que éstas son racionales en sus decisiones.

En las áreas específicamente financieras, las decisiones responden a criterios racionales con los que se evalúa riesgo y rentabilidad en un determinado marco y momento, con el máximo de información disponible, entre la cual, así debe entenderse, se encuentra toda la documentación histórica.

Tomar una decisión ante el riesgo, significa que éste se conoce. También es posible afirmar su complementario, es decir, que conocer un riesgo implica tomar una decisión ante el mismo (aunque ésta sea la indiferencia).

A pesar de ello, existen diferentes motivaciones que pueden llevar a incurrir en un exceso de riesgos.

Debemos diferenciar motivos racionales, pudiendo distinguir la racionalidad en exceso y en déficit, así como motivaciones emotivas (Alonso y González, 2007).

En lo correspondiente a la emotividad, sin entrar en lo descrito por las teorías conductistas, queremos describir aquí un caso que puede ser ilustrativo de una preferencia por el riesgo.

El caso de Phineas Gage (Damasio et al., 1994) describe a una persona que tras un accidente laboral cambió radicalmente su personalidad, pasando de ser una persona inteligente y social, a tener un comportamiento excéntrico e inadaptado. Su inteligencia era la misma, pero Gage era otra persona. Su accidente había afectado a su cerebro límbico, en el que, citando literalmente a Mateu, Molina, Monzani y Navarro (2014), *“hay una zona neural clave para nuestras respuestas emocionales a estímulos de miedo: la amígdala”*. Al parecer, *“Se ha podido observar que sujetos con daños neurales en las zonas que conectan el cerebro límbico, donde residen las emociones, y el córtex pre-frontal, donde reside la racionalidad, toman decisiones económicas con resultados que han hecho cuestionar el concepto de racionalidad económica”*, incluso provocando en ocasiones la ausencia de miedo, lo que estimula una mayor asunción de riesgos.

No se pretende asignar a causas somáticas la preferencia por el riesgo, pero sí queremos transmitir la idea de que no solamente la racionalidad gobierna las decisiones de las personas, sino que también la emotividad tiene un muy alto protagonismo.

4.9.10 El seguro como cobertura de riesgos

El seguro se basa en la necesidad de protección frente al riesgo (posible evento futuro, aleatorio e incierto susceptible de crear necesidades patrimoniales (Albarrán Lozano, 2000).

4. Marco teórico y de referencia

Cabe la posibilidad de que ocurran siniestros (sucesos con repercusiones económicas negativas), lo que motiva a los individuos, y a la sociedad en general, a contratar un seguro (entre otras posibles acciones) para compensar o aminorar sus posibles repercusiones desfavorables.

Siguiendo a Sánchez-Rubio (2013), que cita a Mayerson (1969), “[...] *la principal finalidad del seguro es transformar incertidumbre en certidumbre proporcionando sensación de seguridad al asegurado. Las empresas de seguros asumen riesgos que agrupados convierten una gran pérdida potencial en otra pequeña y cierta*”.

La existencia del seguro, y del importante sector económico que le da respaldo, confirma la existencia del riesgo, el conocimiento que se tiene del mismo, y la mayoritaria preferencia por protegerse de sus consecuencias.

4.9.11 Las garantías

En el apartado referido a la financiación hipotecaria, se ha comentado que puede entenderse que la garantía de un préstamo o crédito hipotecario aporta seguridad al cumplimiento de la obligación contraída. Así lo expone el artículo 104 de la Ley Hipotecaria española.

Además de las garantías hipotecarias, que forman parte del objeto principal de este estudio, y solamente a título ilustrativo, se citan aquí otras garantías, personales o reales, que el sector financiero incorpora también en la cobertura de sus operaciones de financiación.

Siguiendo el esquema propuesto por Zunzunegui (1997), se mencionan a continuación otras garantías del crédito en la contratación financiera:

- Garantías financieras (depósitos de efectivo, certificados de depósito, valores representativos de deuda, acciones o bonos convertibles, etc.).
- Garantías personales (avales y fianzas con bienes presentes y futuros, etc.).
- Otras garantías específicas (pignoración a favor de la entidad de crédito acreedora de todo tipo de instrumentos financieros mantenidos en otras entidades, valores representativos de deuda emitidos por otras instituciones, pólizas de seguros, etc.).

4.10 La toma de decisiones

4.10.1 Introducción

En todo tipo de situaciones, en todos los ámbitos de la vida, deben tomarse decisiones.

Decidir supone elegir una de las posibles alternativas con las que se cuenta ante determinada situación, tomando en consideración aquellos criterios que se consideran pertinentes.

4. Marco teórico y de referencia

Y el proceso de decisiones continúa con su puesta en práctica, es decir con la acción.

Si la toma de decisiones puede ser entendida como la elección de lo mejor entre lo posible, indirectamente nos remite a la necesidad de conocer lo que puede entenderse por “mejor” y aquello que puede caber dentro de lo “posible”.

Lo mejor podría considerarse el objetivo, aquello que motiva el esfuerzo para su consecución, elegido entre diferentes opciones.

Lo posible puede comprender todo aquello que es o puede ser, que existe o puede existir, que sucede o puede suceder. Se trata de un tema que ha sido tratado de forma recurrente en el mundo del pensamiento, tanto filosófico como científico.

En diferentes apartados de esta tesis se ha abordado la diferencia entre “posibilidades” y “probabilidades”. La posibilidad informa de si un determinado evento puede o no suceder, la probabilidad dicta los casos o frecuencia en los que efectivamente ocurre ese evento.

Independientemente del recurso a las probabilidades como instrumento que permite acotar riesgos o evaluar acontecimientos futuros, no todo lo posible es ético. Es decir, en el estudio de posibilidades futuras no todas tienen la misma calidad ética.

Interesa, pues, dejar constancia de que lo posible incorpora lo legalmente permitido, aunque ello entre en conflicto con lo éticamente aconsejable.

4.10.2 El proceso de decidir

Atendiendo a lo expuesto por Vitoriano (2007), la teoría de la decisión suele dividirse en tres grandes áreas: la toma de decisiones con incertidumbre o riesgo (existe falta de información y aleatoriedad), las decisiones multicriterio (existen varios objetivos en conflicto) y las teorías de juegos (con decisiones interconectadas).

A efectos estrictamente simplificativos, y en lo referente a decisiones que afectan a un problema definido, puede identificarse la toma de decisiones con los siguientes procesos (Carmona, 1997):

- Reconocimiento del problema o asunto a tratar, que debe ser identificado correctamente.
- Disposición de la máxima información posible, considerando su exactitud y su coste.
- Determinación de los criterios que serán aplicados.
- Determinación de alternativas y análisis de las mismas. Nunca un mismo problema tiene una única alternativa.
- Toma de decisión en base a los criterios adoptados.

Sin duda alguna, el mayor riesgo estriba en que la alternativa elegida no sea la óptima. Sin embargo, en un gran número de casos el riesgo gravita en una correcta definición del asunto sobre el cual tomar una decisión.

4. Marco teórico y de referencia

La toma de decisiones integra una gran complejidad, dado que éstas se adoptan en tiempo presente y sus consecuencias son siempre futuras. Existe, pues, riesgo, y éste debe ser gestionado. El riesgo forma parte de la toma de decisiones, por lo que debe ser evaluado con rigor. Si se subestima, el proyecto puede incorporar un mayor grado de fracaso, y si se toman en demasiada consideración los riesgos, o éstos se agrandan, puede prevalecer la inacción ante determinadas oportunidades.

Rafael Termes, en su discurso de ingreso a la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras (1984), con el título “Poder creador del riesgo frente a los efectos paralizantes de la seguridad”, identifica el riesgo como “*correlato ineludible de la libertad*” al que asigna un “*inmenso poder creador*”.

Siguiendo nuevamente a Rafael Termes, presidente de la Asociación Española de Banca Privada de 1977 a 1990 y también miembro de la Academia de Ciencias Morales y Políticas, en su intervención en el seminario sobre “Toma de decisiones en ambientes profesionales” (Termes, 2000), manifestó que

La decisión de invertir, según la doctrina clásica, se apoya en dos fundamentos. Por un lado, el análisis financiero de los proyectos de inversión, para detectar su aceptabilidad o su orden de preferencia. Por otro lado, los criterios no necesariamente financieros que, en definitiva, determinan pasar de la “aceptabilidad” a la “aceptación” [...] Empezando por lo segundo, hay que señalar que al responsable de la decisión de aceptar, además y antes de comprobar la aceptabilidad demostrada por las cifras, le conviene mucho conocer el talante humano y la calidad profesional del que ha presentado las cifras, teniendo en cuenta que, en estos casos, tan peligrosos pueden ser los excesivamente optimistas o lanzados como los temerosos, siempre dispuestos a huir del riesgo por miedo a equivocarse.

Tienen, pues, gran importancia los aspectos que, en el ámbito profesional en el que se enmarca la manifestación de Termes (2000), finalmente determinan el paso de “aceptabilidad”, que podemos entender como los filtros iniciales, o la parte más técnica del proceso de decidir, a la situación de “aceptación”. Entre ambas situaciones existe una decisión, y de la misma forman parte “*el talante humano y la calidad profesional*”.

4.10.3 La persona como decisor

Esta investigación no pretende conocer con detalle las técnicas de la toma de decisiones, sino identificar al sujeto que decide: la persona humana.

Existe un gran componente humano en todas las situaciones, debido a que las decisiones las toman las personas (en nombre propio o de quien representan), basándose en la interpretación de información así como en estimaciones de futuro. En definitiva, a pesar del automatismo de muchas decisiones y de la gran incidencia de los programas de software, la acción se basa en la suma de muchas decisiones, nunca anónimas, rubricadas con nombre y firma (Fernández, 2012), que confluyen en una tendencia y en unas acciones concretas.

Las personas son los decisores. Las instituciones no funcionan por sí solas. Por más medios informáticos que reproduzcan criterios prefijados, las personas son las que toman decisiones y, por tanto, las que asumen riesgo o, para ser más exactos, las que con sus decisiones inducen a las organizaciones que representan a asumirlos.

4. Marco teórico y de referencia

Sin duda alguna es imposible decidir o dirigir sin asumir riesgos. Toda decisión y toda inversión son siempre a futuro, y el futuro es siempre riesgo.

Se trata, pues, de evaluar si los riesgos son razonables, lo cual nunca es fácil si el análisis se hace a priori. Suele ser más fácil evaluar si los riesgos asumidos en su momento fueron razonables.

Todas las decisiones, por nimias que sean, deben contemplar la posibilidad de que no sucedan las cosas como se han previsto. Nadie tiene la capacidad para preverlo todo, ni nadie tiene la misma aversión al riesgo.

Incluso existiendo la misma aversión al riesgo, coexisten actitudes más oportunistas, o especulativas, de corto plazo, con otras más inversoras o de largo plazo. Se observa esta diferencia entre el diferente interés de inversores que adquieren créditos fallidos, con su colateral inmobiliario, a instituciones financieras que los han debido provisionar en gran medida, y el de las citadas entidades crediticias, que invierten en su futuro teniendo muy en consideración el denominado riesgo reputacional.

Debemos entender, desde una perspectiva absolutamente racional, que ningún decisor desea que sus previsiones no se cumplan. Sin embargo, esta afirmación puede matizarse, ya que es posible que se den casos en los que no existe la suficiente capacitación, es decir, situaciones en las que pueden operar inversores no experimentados en el sector en el que intervienen. Este tipo de situaciones pueden darse, eventualmente, en sectores en los que existan barreras de entrada bajas y, también, barreras de salida bajas, como por ejemplo es el caso del sector inmobiliario.

Puede también darse el caso de la existencia de incentivos contrapuestos que premian la asunción de excesivos riesgos, incrementados si se dispone de instrumentos de cobertura que asumen las consecuencias en caso de que éstas no sean las previstas. Una situación parecida se produjo con los denominados CDS en EEUU, en la emisión de títulos estructurados.

4.10.4 Capacitación profesional y compromiso ético

Desde esta investigación, se asume que todo aquello que forma parte del tema central de la tesis, es decir la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, se desarrolla entre personas que tratan con personas.

La gestión de inversiones y su financiación, que de hecho supone la asunción de riesgos, es fruto de decisiones tomadas por personas, en nombre propio o de otra parte. Dichas decisiones, se adoptan con un determinado grado de información, siempre insuficiente, en tiempo presente y con objetivos futuros (a corto, medio o largo plazo).

Las personas deciden y actúan en base a sus capacidades y sus valores (ética), en libertad y con conocimiento de la situación (Termes, 1995).

Entendemos aquí que detrás de cada decisión, especialmente las que afectan a contratos o movimientos económicos, hay siempre una persona. Citando a Pablo Fernández (2012) *“Esta crisis, como todas, es el resultado de decisiones concretas tomadas por personas concretas”*. Las decisiones nunca son autónomas o anónimas, lo que sugiere que se adoptan en base a una determinada capacidad o autoridad y, por tanto, asumiendo la correspondiente responsabilidad que de ellas se deriva.

4. Marco teórico y de referencia

Si entendemos la economía como “*la ciencia de la acción humana*” (Mises, 1949), deberá valorarse la solvencia profesional y ética de las personas que toman las decisiones, especialmente si éstas afectan a terceros.

Es fundamental, pues, conocer, a través de los resultados de las decisiones y de su puesta en acción, la capacitación profesional y el compromiso ético de quienes las adoptan.

La capacitación de los individuos decisores, que suele darse por supuesta a pesar de que no siempre es fácil determinarla, se refiere a su valor profesional, la experiencia, la visión, y otras cualidades objetivas, pero también al sentido común y la prudencia.

El compromiso ético está presente en todas las acciones, no solamente en las decisiones. La ética, a diferencia de la regulación, es universal en sus grandes postulados, sus valores no dependen de cambios en la situación económica.

4.10.5 La acción

La acción, a los efectos de lo que aquí se investiga, es la puesta en práctica de las decisiones adoptadas.

Como expone Argandoña (2003), “*la acción viene determinada por la decisión, en el sentido de que ésta es la pieza principal de la acción humana*”, lo que permite afirmar que la teoría de la acción humana es, sobre todo, una teoría de la decisión.

La acción, en tanto que esta investigación asigna a la persona humana la capacidad de tomar las decisiones, aunque para ello delegue en ocasiones esta función a mecanismos informáticos, se circunscribe en la teoría de la acción humana, es decir la que inspira su conducta.

En la acción humana, expresión que casualmente coincide con el título de la obra de Ludwig von Mises (1949), según su teoría y a diferencia de las ciencias naturales, no existen regularidades mensurables.

La acción humana no es casual sino intencional. Intenta conseguir determinado objetivo, es decir, es un acto de voluntad (Argandoña, 2003). Asimismo, la acción, en la dirección estratégica, tiene incertidumbre, complejidad y conflictos organizativos (García, 1995).

Puede estar basada en incentivos perversos, y lo que puede entenderse como mala praxis forma parte de la realidad, por lo que es fundamental detectarla y prevenirla.

Como se ha mencionado, la acción, que puede aquí dividirse en buena o mala praxis, se puede evaluar desde dos perspectivas: capacitación profesional (formación, experiencia, etc.) y comportamiento ético (honestidad, transparencia, etc.).

4.10.6 La capacitación en la acción humana

En la Guía de Supervisión Bancaria, publicada por el BCE (Banco Central Europeo, 2014), en el apartado 4.2.5, “Evaluación de la idoneidad de los miembros de los órganos de dirección”, se expone que, en relación con la evaluación de la aptitud y honorabilidad de los miembros del órgano de dirección de entidades financieras, “*Los miembros deberán gozar de suficiente buena reputación y poseer los conocimientos, cualificaciones y experiencia necesarios para ejercer sus funciones. En el supuesto de la autorización inicial (licencia) de una entidad de crédito, la evaluación de la aptitud y honorabilidad forma parte del procedimiento de autorización*”. Se

4. Marco teórico y de referencia

entiende, pues, que lo aquí expuesto como solvencia profesional o capacitación puede referirse más concretamente a “poseer los conocimientos, cualificaciones y experiencia necesarios para ejercer sus funciones”.

En muchas disciplinas profesionales, la capacitación requiere una dilatada formación y la adquisición de experiencia. Sin embargo, por encima de todo, hay una serie de cualidades que generan confianza en un profesional y que probablemente contribuyen a la “buena reputación” que reclama el BCE. Así pues, cualidades habitualmente carentes de certificación académica, como son la sensatez y la honradez, suelen ser las principales garantes de una buena ejecución de los conocimientos técnicos y experiencia que se poseen.

Aplicar conceptos no suficientemente interiorizados, impulsar procesos de los que se desconoce su funcionamiento, o replicar procedimientos sin entender su motivo de aplicación (Fernández, 2012), pueden ser algunos de los innumerables errores que contribuyen al fracaso. De entre todos ellos, la reformulación de la realidad para que encaje con los propios intereses, ya sea a través del autoengaño, o de una coartada moral ante la íntima conciencia de la mala praxis en la que se incurre, es uno de los que deben ser mencionados.

Muchos errores se deben a la insuficiencia en alguno de los apartados citados, como puede ser la carencia de conocimientos técnicos suficientes, por ejemplo el caso de estudiantes becados haciendo valoraciones de inmuebles en el seno de grandes consultoras. Pero también es fuente de riesgo la inseguridad que lleva a algunos agentes a reproducir modelos erróneos (Fernández, 2012), o la repetición de procedimientos crípticos, tal vez implementados en programas informáticos, a cuya formulación no se tiene acceso.

La capacitación profesional suele estar refrendada por un historial académico y profesional. Sin embargo, el sentido común, que en muchas ocasiones proviene de la experiencia, de la reflexión y del verdadero conocimiento de los procesos, que no siempre precisa de grandes medios para recurrir a él, es también fuente de conocimiento.

4.10.7 La ética en la acción humana

Como se ha explicado anteriormente, la teoría de la acción es, sobre todo, una teoría de la decisión (Argandoña, 2003).

Si entendemos la economía como “*la ciencia de la acción humana*” (Mises, 1949), esta investigación considera que la ética forma parte de la conducta humana, es decir, es parte imbricada en la acción humana. Por ello, se propone que todas las decisiones tomadas en el ámbito de estudio de esta investigación, es decir en los sectores financiero e inmobiliario, deben estar asociadas, en todo momento, con los valores y principios de la persona humana.

Toda acción económica, es decir, todo trato que se efectúe en ámbitos como pueden ser los sectores financiero e inmobiliario que se estudian aquí, siempre tiene lugar entre personas, por lo que éstas, en palabras de Rafael Termes (1995) “*en todas las situaciones y circunstancias, deben comportarse éticamente, con independencia de las consecuencias que se deriven de tal comportamiento*”.

Las empresas, las organizaciones, o los sectores económicos, no tienen responsabilidad ética, aunque puedan tener responsabilidad jurídica. El sujeto de la ética es la persona.

4. Marco teórico y de referencia

La ética, como ciencia de la acción humana, tiene que ver con los valores de la persona, y valorar es de hecho juzgar, sopesar, tasar.

La persona dispone de capacidad racional y voluntad para proponer y alcanzar sus objetivos. Sin embargo, no podrán ser evaluados éticamente aquellos actos en los que no concurra libertad o conocimiento. Puede ampliarse, pues, esta reflexión a la parte informada dentro de una relación con asimetría informativa.

En el caso en que fuera posible objetivar la acción humana, cabe preguntarse qué es ético y qué no lo es. O dicho de forma genérica, qué es actuar bien y cuándo no se está actuando bien. Son preguntas a las que en muchas organizaciones se pretende responder con códigos éticos pero que, realmente, forman parte de los valores de la persona.

Solamente existe una ética

Solamente existe una ética, o un comportamiento ético, y es el propio de la persona, aplicable a todos los ámbitos en los que actúa. No existe una ética empresarial-profesional y una ética personal, pues la persona es la misma y sus valores no deben variar según la situación o el entorno. Por ello, la ética no constituye una exigencia de una organización, o de un sector económico, sino de las personas, en tanto que protagonistas de la acción.

No puede pensarse en una ética fragmentada, propia de cierto relativismo ético (Argandoña, 1994), pues no hay más que una e invariable según lugares, tiempos y ámbitos de actuación.

Según esta afirmación, la globalización económica y financiera debería participar de una misma ética, por lo que debería compartir una misma calidad de acción.

A título descriptivo y resumido, la eticidad de la acción humana (y por tanto de aquellas organizaciones o personas que dependen de quien toma determinada decisión) puede estar relacionada con los siguientes criterios (Pérez, 1990):

- Objeto (robo, fraude, mentira, soborno).
- Circunstancias (quis, quid, ubi, quibus, auxiliis, cur, quomodo, quando).
- Motivo del agente, aunque el fin bueno no justifica los medios malos.

No se hará aquí un recorrido histórico por el tratamiento que la ética ha tenido en diferentes épocas, pero debe dejarse constancia de la gran preocupación por el tema en el mundo empresarial y en las escuelas de negocios (*business ethics*). Si la empresa espera obtener el máximo beneficio de los recursos disponibles, siempre escasos y con coste, deberá evaluar sus objetivos y el modo de alcanzarlos.

Esta tesis entiende que para que exista mercado, especialmente para que sea lo más eficiente posible, éste debe estar regido por la máxima honestidad y transparencia, pues toda manipulación del mercado puede provocar la desaparición de quien la promueve o, en el peor de los casos, del mercado completo.

Es decir, desde esta tesis, y en base a lo que en ella se expone y propone, se entiende que la rentabilidad no es incompatible con la ética empresarial, dado que ésta aporta transparencia y estabilidad.

4. Marco teórico y de referencia

Así pues, para que un mercado, en nuestro caso los sectores financiero e inmobiliario, opere correctamente, aportando estabilidad y rentabilidad a sus participantes, además de la máxima observación de la legalidad, debe estar basado en la confianza. En este sentido, es necesario exponer algunos motivos que usualmente se esgrimen para ejemplificar la necesidad, más allá de las propias convicciones éticas, de participar comprometidamente en un mercado.

Siguiendo a Pérez (1990):

- Solidaridad, en tanto en cuanto el posible mal puede afectar a terceros.
- Alteridad, pues siempre son relaciones bilaterales.
- Reputación e imagen.
- Sanciones o quiebra, razón de gran peso, que significa lo contrario al éxito en la estrategia riesgo-rentabilidad adoptada, a pesar de que algunos operadores puedan considerar rentable aceptar el azar como riesgo admisible.
- Prudencia.
- Veracidad.
- Austeridad.
- Transparencia. Qué se hace y por qué se hace.

Si se entiende la ética basada en las virtudes (o en los valores, si así se prefiere), y éstas entendidas como la capacidad de hacer y de hacerlo bien, en oposición a los vicios, entendidos como hábitos operativamente malos, deben presentarse aquí la prudencia y la justicia como garantes de la correcta praxis.

Por prudencia puede entenderse la capacidad de saber qué hay que hacer y hacerlo (Pérez, 1990). Ello supone aprender del pasado (conocimiento accesible de gran valor), conocer el presente (riguroso diagnóstico) y prevenir el futuro (gestionar el riesgo).

Por justicia deberemos entender aquí “*lo que corresponde, ni más ni menos*” (Pérez, 1990). Entendiendo que siempre existen relaciones bilaterales, según Pérez (1990) puede diferenciarse la justicia conmutativa (de los contratos), la distributiva (en el reparto de cargas y de ventajas) y la legal (hacia el bien común, hacia quien lo representa).

Se verá que algunos de los componentes de la prudencia no han estado presentes en determinadas acciones, o decisiones, que ilustran fallos de capacidad o de calidad ética en el ámbito de acción que aquí se investiga.

En definitiva, el comportamiento ético no puede estar basado únicamente en conocimientos inventariados en un código, sino en su práctica, es decir, en hábitos adquiridos por la repetición de actos (De Haro, 2006), y reforzados con incentivos consecuentes (Fontrodona y Argandoña, 2011).

4. Marco teórico y de referencia

Las competencias éticas

En el ámbito profesional habitualmente hay una solución óptima para un problema concreto, pero no es fácil determinarla en el ámbito ético. Discernir qué decisión o qué actuación es mejor o peor, en muchas ocasiones es difícil, dado lo poco preciso de los baremos de juicio. Además, las personas pueden tener culturas, orígenes, o creencias diferentes y absolutamente respetables, que influyen en sus juicios.

Se entiende, pues, que un profesional es, antes que nada, una persona, que desea ser “buena persona”, que tiene determinadas creencias, principios y valores, y que vive en sociedad con otras semejantes. Una persona como ser racional, capaz de aprender y de reflexionar sobre sus propios actos, lo que la hace cada vez más responsable.

Abundando en ello, un buen profesional es un profesional ético, y si no es ético no será un buen profesional “*porque le faltarán competencias, capacidades, actitudes y valores necesarios para desempeñar bien*” (Argandoña, 2002).

Andrew Stark (1992), refiriéndose específicamente a los directivos de empresas, describe dos dificultades éticas a las que deben enfrentarse. Por un lado saber determinar la correcta acción en situaciones confusas, con opciones a veces enfrentadas y aparentemente correctas. Por otro lado, situaciones en las que a pesar de ser conscientes del correcto curso de acción, las presiones de la organización o del entorno, pueden influir en la decisión final.

Efectivamente, estas dos situaciones pueden afectar a todo profesional. Por ello es conveniente disponer de criterio para saber discernir la opción correcta en cada caso y, por otro lado, de suficiente seguridad para ser fiel a las propias convicciones y a lo que la sociedad espera de él.

Citando a Popper (2005), cuando se refiere a la responsabilidad moral del científico, y en un contexto más extremo: “*la libertad por la que debemos estar dispuestos a luchar es precisamente la libertad de resistir una orden cuyo cumplimiento sentimos como un acto criminal*”.

Tratar de la ética, que para muchos es realmente una ciencia, pues combina la teoría y su puesta en práctica, es tratar del individuo y de su condición social.

La ética trata de la acción humana en libertad, es decir, solamente tiene sentido en su práctica, en los hechos. Sin embargo, existen una serie de principios inherentes a la condición humana, en los que se basan los sucesivos postulados que conforman el corpus teórico de la ética. De ese conocimiento, que indudablemente es posible transmitir y aprender, pueden afianzarse pautas de conducta que guíen la acción. Ello implica crear hábitos, modos de razonar, criterios de decisión, práctica de las virtudes y fidelidad a objetivos sociales, que estarán presentes en el desempeño profesional. Y en la práctica, a través de la experiencia y la reflexión, se seguirá aprendiendo, pues solamente con los principios interiorizados es posible mejorar en esa línea.

Según la teoría del juicio moral elaborada por Kohlberg (1987), es posible el aprendizaje de valores y desarrollo del juicio moral durante toda la vida, aunque de forma más lenta cuanto mayor sea el individuo. Por ello la etapa formativa es fundamental y permite preparar el ejercicio profesional en una época en la que es más fácil el aprendizaje e interiorización de valores éticos.

4. Marco teórico y de referencia

4.10.8 Los conflictos de interés

Se trata de un conflicto muy atendido y regulado en los dos sectores que integran este estudio, el financiero y el inmobiliario, con gran relevancia en todos los ámbitos.

Un conflicto de interés impide actuar a una persona con imparcialidad e independencia, y por lo tanto no garantiza el mejor interés de quienes participan en una determinada operación o decisión. De hecho, supone una situación en la que pueden existir dudas acerca de la integridad de quien interviene, con los eventuales perjuicios que ello pueda ocasionar a alguna de las partes.

Pueden darse situaciones de conflicto de interés en muchas ocasiones, y siempre es preciso detectarlas o prevenirlas.

Como ejemplos de conflictos de interés pueden citarse situaciones en las que puedan existir intereses contrapuestos. Por ejemplo, asesorar profesionalmente, al mismo tiempo, a vendedor y comprador en una operación financiera o inmobiliaria, o participar en organizaciones, ya sea en su accionariado o en sus órganos de gestión, que deben decidir acerca de asuntos vinculados.

También lo son los posibles compromisos, obligaciones o incluso presiones, que puedan influir en las decisiones. Por ejemplo, decidir en asuntos en cuyo resultado se tiene interés.

Normalmente es posible determinar cuándo existe un conflicto de interés, dado que está muy extendida su detección y regulación (especialmente en grandes organizaciones del área anglosajona) y porque un análisis ético los suele poner de manifiesto.

En el sector inmobiliario, a título ilustrativo, se reproducen a continuación los siguientes ejemplos que proporciona la Institución RICS (Royal Institution of Chartered Surveyors) en su código deontológico:

- actuar para el comprador y el vendedor de una propiedad,
- actuar en nombre de dos o más grupos que compiten,
- valorar una propiedad previamente valorada para otro cliente,
- actuar como perito en un proceso en el que existe un interés,
- intervenir en una propiedad en la que se debe lealtad a un cliente pasado,
- un interés familiar.

Una pregunta que RICS recomienda hacerse es: ¿Esto favorece a mi cliente, a mí mismo o a otra persona?

Resulta especialmente interesante la recomendación de no valorar una propiedad que lo ha sido previamente para otro cliente, dado que reproduce situaciones que se dieron en los años previos al inicio de la crisis inmobiliaria española, con adquisiciones de inmobiliarias o, incluso salidas a bolsa de organizaciones de este sector, en las que hubo que solicitar autorizaciones o “amurallar” las fuentes de conflictos de interés.

4. Marco teórico y de referencia

Es importante mencionar aquí la dificultad que supone disponer de toda la información, debido a los muy exigentes pactos de confidencialidad que forman parte de algunas operaciones de valoración y adquisición de organizaciones inmobiliarias (alegándose incluso, en ocasiones, que la confidencialidad protege el “*know how*” en el que se basan cálculos o decisiones).

En cuanto al sector financiero, todas las entidades tienen determinada y regulada su detección y su gestión. En sus códigos, y seleccionando algunas recomendaciones de diferentes entidades, suelen especificarse apartados como los siguientes:

- obtener un beneficio financiero o evitar una pérdida financiera, a expensas del cliente,
- tener un interés en el resultado de un servicio prestado a un cliente por cuenta de otro cliente distinto,
- tener incentivos financieros o de otro tipo para favorecer los intereses de un cliente frente a los intereses de otro,
- desarrollar la misma actividad que el cliente,
- recibir de una persona distinta del cliente un incentivo en relación con un servicio prestado al cliente.

En definitiva, esta lista, extraída de diferentes códigos de actuación de entidades financieras, no difiere mucho de lo que podría entenderse por buenas prácticas.

Usualmente, existen procedimientos para identificar potenciales conflictos de interés, gestionarlos, llevar un registro de los mismos y, fundamentalmente, formar a todos los agentes en esta materia para su prevención.

Debe decirse que los conflictos de interés pueden proceder de la propia entidad o agente, o de otros relacionados o en los que se tiene una relación de control. En este sentido, y solamente a título de ejemplo, en España puede citarse la participación mayoritaria que tenía en el accionariado de la principal tasadora española, la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA), situación que ocurría también con otras tasadoras participadas mayoritariamente por entidades de crédito.

4.10.9 Las personas como auténticas beneficiarias

Las personas, actuando y tratando con otras personas, no solamente son los decisores o protagonistas de la acción, con toda la responsabilidad que ello conlleva, sino realmente los auténticos beneficiarios. O los perjudicados.

Las decisiones y la puesta en acción de las mismas por parte de personas, directa o indirectamente, afectan también a las personas.

Asumir grandes riesgos permite conquistar cuota de mercado más rápidamente, en un ambiente de competencia empresarial y, presuntamente, obtener mayores rentabilidades.

Sin embargo, asumir excesivos riesgos en una operación, o en todas las comprendidas en una determinada estrategia, puede implicar trasladarlos a la contraparte, que deberá asumir las consecuencias si no se cumple lo previsto. Y la contraparte no siempre dispone de la suficiente capacidad y cobertura, o incluso de información.

4. Marco teórico y de referencia

Tal como expone Argandoña (2004), citando a Ron Sugar, presidente y CEO de Northrop Grumman, “*La moralidad de una empresa es tan fuerte como la moralidad del empleado más débil. Todos somos eslabones de la misma cadena*”.

Efectivamente, las decisiones de unos afectan a otros, asumiendo siempre la doble personalidad de parte activa y parte pasiva en este aspecto. Por otro lado, no siempre es posible conocer todos los eslabones que componen esa “cadena”, ni la distancia que media entre el primero y el último.

Como se ha comentado, decidir supone elegir entre diferentes alternativas. Y entre las que pueden darse en una situación, siempre existe la de “no hacer nada”.

Como refiere Termes (1995), Procter & Gamble en 1880 tenía ya establecida, bajo el título “nuestra razón de ser”, una carta ética, que procede de los principios de uno de sus fundadores, en la que manifestaba que “*cuando no podáis fabricar productos puros y del peso prometido, haced cualquier otra cosa que sea honrada, incluso romper guijarros*”.

En lo referente a los beneficiarios de decisiones y acciones, y especialmente en lo que concierne a los potenciales perjudicados, encontramos opiniones autorizadas que mencionan una “*indiferencia benévola*”, citada por Zhu (2014), o “*un accidente esperando a ocurrir*” (“*an accident waiting to happen*”) mencionado por Alan Greenspan, que fue presidente de la Reserva Federal de EEUU entre 1987 y 2006 (Martín Fernández, 2008), en determinadas situaciones de riesgos conocidos. Entendemos que se trata de una actitud pasiva, contraria a los intereses de la sociedad, a la que se afecta por acción u omisión (como es este caso).

4.10.10 Decisiones automatizadas

A pesar de que puede entenderse como un caso marginal, la importancia de las decisiones automatizadas, es decir, aquellas adoptadas por equipos electrónicos o software especializado, tiene una altísima trascendencia, globalmente por el volumen de las mismas y por su significado económico.

El algoritmo matemático puede sustituir el criterio aplicable a cada operación, siendo posible automatizar la respuesta a diferentes situaciones. El algoritmo, como integrador de conocimiento, es decir como sustituto de la solvencia profesional antes citada como necesaria en la toma de decisiones, es el garante de la mayor parte de operaciones que se efectúan en los mercados (donde se negocian títulos que pueden tener, como subyacente, activos de los dos sectores implicados en esta investigación). En definitiva, el algoritmo, que actúa con la potencia que le confieren los más potentes equipos informáticos y de telecomunicaciones, es el “sujeto” que incorpora todo el conocimiento, aunque no es posible atribuirle cualidades éticas a su continuada interacción.

Un algoritmo es, según el Diccionario de la Real Academia Española (RAE, 2001), “*un conjunto ordenado y finito de operaciones que permite hallar la solución de un problema*”. Y, también, “*un método y notación en las distintas formas del cálculo*”.

La denominada “negociación de alta frecuencia” (HFT, por sus siglas en inglés “*High Frequency Trading*”), también conocida como “*black box trading*”, se basa en la aplicación de ordenadores y programas informáticos, controlados por algoritmos matemáticos, que identifican oportunidades de inversión, comprando y vendiendo todo tipo de activos financieros en

4. Marco teórico y de referencia

milisegundos. Para tener una idea de la importancia que tiene este tipo de operaciones, continuadas y a velocidades difíciles de imaginar, puede mencionarse que casi el 70% de todas las transacciones en todas las bolsas de Estados Unidos se realizan por medio de “negociación de alta frecuencia”, y casi un 40% en las de Europa (Zhang y Powell, 2011), desde su introducción en el 2004. Se estima que los beneficios derivados de este tipo de negociación ascendieron a 21.000 millones de dólares en el 2008, a pesar de que, por lo que se indica en ese artículo, parece que fue un año difícil para los mercados financieros (Dodd, 2010).

La tabla siguiente muestra la importancia porcentual de la HFT en diferentes mercados mundiales, en el segundo semestre de 2010 y, en el caso de EEUU, en mayo de 2011 (De Blas, Pueyo y Fresán, 2011).

Cuota de mercado de la HFT estimada sobre el total (%)	
Borsa Italiana	20
Bolsas y Mercados Españoles	25-30
Turquoise (SMN)	21
London Stock Exchange	33
Chi-X (SMN)	40
Deutsche Börse	35-40
EE.UU. (NYSE y NASDAQ)	54

Fuente: De Blas, Pueyo y Fresán (2011).

Tabla 4.24 Cuota de mercado de la “*High Frequency Trading*”

Obsérvese que en el periodo que representa la tabla, en las bolsas de EEUU más del 50% corresponde a este tipo de operativa, lo que merece especial atención en este estudio, habiendo alcanzado un 61% en el 2009 (De Blas, Pueyo y Fresán, 2011).

Estos algoritmos no ejecutan operaciones con un gran análisis previo o con voluntad de permanencia en el mercado, sino que se trata de operaciones con mínimos márgenes pero repetidas miles de veces. Ello, dado el propio carácter automático e inmediato de las órdenes, puede provocar la amplificación de problemas al reaccionar ante un error (probablemente humano). Así sucedió en el denominado “Flash Crash” del 6 de mayo de 2010, también conocido como el “Crash de 2:45”, originado por un operador bursátil de una desconocida firma de Kansas que dio una orden de venta de futuros que no encontró compradores en el mercado, dado el excesivo y desproporcionado volumen de la operación, de modo que ante la caída del precio de los contratos, los HTF empezaron automáticamente a dar repetidamente órdenes de venta. Al parecer, según la investigación del regulador del mercado de EEUU, la SEC (equivalente a la CNMV española) publicada el 30 de septiembre, la velocidad de las órdenes, permitió que el índice Dow Jones cayera 481 puntos en 6 minutos y recuperase 502 puntos en 10 minutos.

El valor, pues, independientemente del riesgo que incorporan estos mecanismos, capaces de amplificar un error humano, se encuentra en el algoritmo, digno representante de toda la matemática financiera, de la que probablemente el precursor fue el matemático francés Louis Bachelier, a quien se ha nombrado en esta tesis con reconocimiento.

4. Marco teórico y de referencia

Y es tal el valor del propio algoritmo, que puede ser causa de valiosas ventajas competitivas, como por ejemplo en el caso de Google (Fernández Gallardo, 2009), o incluso causa de litigios por el robo de algoritmos.

El algoritmo es el ejecutor de estrategias prediseñadas, incorporando la complejidad y opacidad que, a lo largo de esta investigación, aparecen como características de muchos de los productos o decisiones que forman parte de la operativa con activos financieros e inmobiliarios vinculados.

A título puramente informativo, puede decirse que en diciembre del 2010, la Comisión Europea propuso que las empresas que realizan HFT tuvieran que notificar a su autoridad competente el algoritmo que utilizan, explicando su diseño, propósito y funcionamiento (De Blas, Pueyo y Fresán, 2011).

La negociación de alta frecuencia, que aquí se describe como ejemplo de decisiones automatizadas que responden a criterios en ocasiones absolutamente opacos y de consecuencias difíciles de anticipar, forma parte de una larga lista de ejemplos en los que los modelos matemáticos toman un gran protagonismo en las decisiones.

No se trata de una nueva rivalidad entre las máquinas y las personas, pues son éstas quienes programan los ordenadores, diseñan los algoritmos y financian los grandes equipos que ejecutan las órdenes. Es decir, la acción de la máquina, con decisiones prediseñadas y automatizadas, es una decisión humana, que incorpora medios fundamentalmente dirigidos a actuar con gran rapidez, para beneficiarse de arbitrajes o ineficacias momentáneas que pueden ser replicadas miles de veces acumulando beneficios.

No es el algoritmo el que decide y actúa, sino quienes recurren a su concurso.

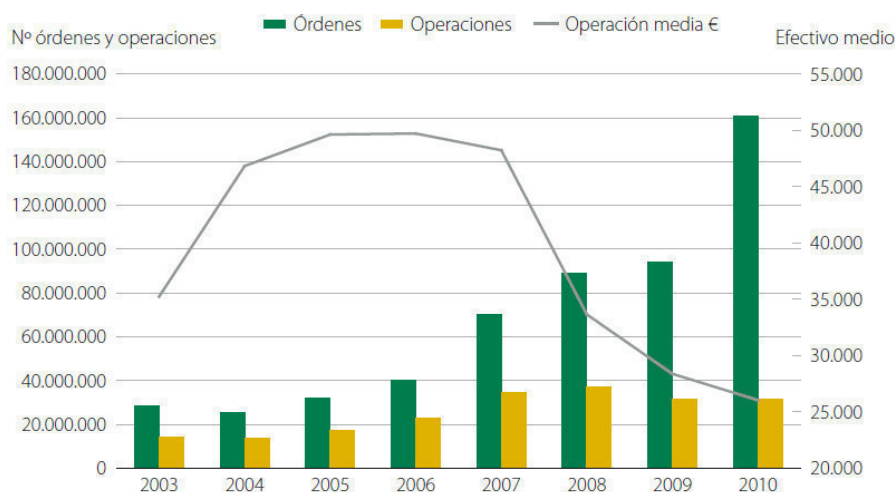
En definitiva, en este tipo de procesos la inversión, es decir la aplicación de recursos financieros propios o ajenos, no se basa en el riguroso conocimiento del valor de los activos, sino en innumerables operaciones de arbitraje, independientes de todo análisis individualizado, basadas en fórmulas matemáticas.

Debe decirse, a pesar de que no es el tema que aquí se trata, que su participación en el mercado genera o amplifica la asimetría de información (Grillet-Aubert, 2010), con una gran desigualdad de condiciones, aunque aporta liquidez al mercado. Sin embargo, la capacidad de reflexión y decisión humana queda, en casos como éste, sometida a una velocidad que es imposible atender en tiempo real.

Puede observarse el crecimiento y el volumen de este tipo de operaciones en la siguiente figura, en la que se aprecia el gran incremento, año a año, de las órdenes que se gestionan con este sistema y el importe cada vez menor de cada operación.

4. Marco teórico y de referencia

Número de órdenes y operaciones y efectivo medio por operación en el sistema de interconexión bursátil



Fuente: Pueyo (2011)

Figura 4.77 Número de órdenes y operaciones de la negociación de alta frecuencia

Programadores de algoritmos

A título de revisión únicamente, conviene, pues, conocer a las personas que diseñan estas decisiones automatizadas y sus criterios, desde la perspectiva de su solvencia profesional y ética, pero también desde el conocimiento de sus incentivos. En palabras de Termes (2000), ya citadas antes, interesa conocer “*el talante humano y la calidad profesional*” de quienes gestionan estas herramientas.

Los especialistas en análisis cuantitativo aplicado a las finanzas, cuyo principal cometido es la “estructuración” de activos financieros, son expertos en gestión de riesgos y valoración de derivados, es decir “creadores de valor” para sus clientes. Sin embargo, gran parte de su metodología se basa en el estudio de riesgos pasados para evaluar los futuros, lo que contrasta con la afirmación, traída fuera de su contexto aquí, de que “los mercados no tienen memoria” o con la más simple de que el futuro es siempre impredecible.

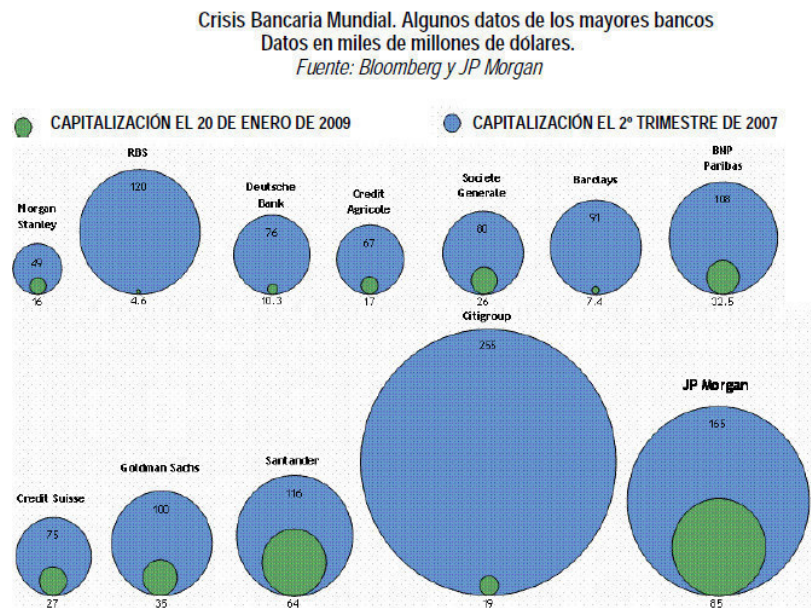
Conviene citar aquí lo ocurrido con el fondo Amaranth en 2006, que reconocía pérdidas de 7.000 millones de dólares pocos días después de haber transmitido tranquilidad a sus inversores, y también la conocida quiebra del fondo de cobertura LTCM (Long-Term Capital Management) en 1998, con los métodos y experiencia de dos premios Nobel de Economía (Pazos, 2009).

Se trata de operativas que, a su vez, han servido de base para la generación de productos por parte de los departamentos de estructuración, y que han dado lugar a un tipo de negocio financiero basado en el modelo de “originar para distribuir”. Modelo no seguido en España, cuya regulación ha limitado la creación de vehículos de inversión estructurada aunque se han dado otros casos de excesos, como los vinculados al sector inmobiliario, o a grandes operaciones de adquisición de empresas tomando sus propias acciones como garantía para ser posteriormente estructuradas (Manzano, 2007).

Pero estas técnicas, con gran contenido matemático, no siempre han creado valor, ni éste ha sido el mismo para todos los participantes.

4. Marco teórico y de referencia

El siguiente cuadro muestra de forma muy clara las consecuencias de una manera de actuar que, probablemente, indican que algo se hizo mal.



Fuente: Fernández, P. (2011)

Figura 4.78 Dimensión de los mayores bancos antes y después de la crisis bancaria

Capítulo 5

Hipótesis de trabajo

5. Hipótesis de trabajo

5.1 Introducción

Las hipótesis de esta investigación se entienden interrelacionadas con los objetivos de la misma, así como con su marco de referencia, por lo que antes de su formulación se desarrollan los fundamentos en los que se sustentan.

Los **OBJETIVOS** de la investigación, desarrollados en el capítulo 2, tienen como hilo conductor el estudio de las consecuencias **de una excesiva, o inadecuada, vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario.**

La citada vinculación puede entenderse desde una perspectiva cuantitativa o cualitativa.

Su estudio incorpora también, y en gran medida, la eventual dificultad que puede suponer la posterior desvinculación, lo que incide en la idea de rigidez inherente a la vinculación.

En definitiva, el objetivo principal de la tesis propone la reflexión e investigación acerca de la vinculación, eventualmente excesiva y de difícil reversión en algunos casos, entre los sectores financiero e inmobiliario.

Este objetivo genérico se concreta en otros objetivos más detallados, que se relacionan a continuación.

El primero de ellos pretende determinar cuál es el elemento o característica de los sectores a estudiar que ancla un sector a otro, y que puede ampliar la cadena de vinculación a través de activos y mercados diferentes. El segundo objetivo persigue conocer en qué afecta la vinculación entre los dos sectores al correcto funcionamiento de los mercados y la información de que se dispone. Finalmente, el tercer objetivo enfoca su interés en los riesgos que pueden derivarse de la vinculación entre los sectores objeto de análisis, que intercambian flujos de fondos actuales con futuros a través de inversiones y financiación garantizada por activos inmobiliarios.

En estrecha relación con los objetivos descritos, a lo largo de su desarrollo la tesis aborda el papel de la regulación y supervisión, así como la necesaria calidad ética de la conducta de quienes participan en estos dos sectores.

A los efectos de los objetivos antes descritos, se pretende exponer determinadas disfunciones relacionadas entre sí, para dejar patente su alineación y su retroalimentación. Dicho objetivo, que resume los que lo integran, se pretende desarrollar primando la sencillez, ya que se

5. Hipótesis de trabajo

considera que, más allá de la gran complejidad y opacidad de algunos procesos, los criterios fundamentales son, y deben ser, entendibles.

En tal sentido, la tesis manifiesta su vocación de utilidad, no solamente en el ámbito académico, sino para quien pueda estar interesado en su contenido. Ello requiere que la información que se aporta sea entendible en su planteamiento, para así poder acceder al significado de algunos de los conceptos que se tratan, independientemente de su complejidad o especialización.

El trabajo se desarrolla en el marco de España. Dada la gran relevancia que tiene la regulación en todo lo que se aborda en esta tesis, el estudio debe incorporar, en el perímetro que define “lo posible”, la legislación que lo regula. Ello no impide la descripción y el estudio de situaciones en otros países, especialmente las referidas a EEUU, dada la globalización de mercados y la riqueza que aporta la contextualización.

La vinculación entre los dos sectores que aquí se tratan se origina entre activos financieros (deuda) y activos inmobiliarios (inmuebles), y fundamentalmente está compuesta por financiación de inversiones con garantía hipotecaria, y por inversiones del propio sistema financiero en el mercado inmobiliario.

En cualquier caso, como se expone en el apartado dedicado a los objetivos, la investigación se centra en la vinculación a través de los préstamos o créditos concedidos con la garantía de un bien inmobiliario, y las posibles operaciones en las que puede participar tal activo hipotecario

Toda inversión (efectuada a los efectos de esta tesis por personas o entidades no financieras ni públicas) está financiada con recursos propios (capital o ahorro) y recursos ajenos (préstamos, fundamentalmente, y subvenciones). Entre estos, se encuentra la financiación con garantía hipotecaria.

El gran porcentaje, ya citado en otros apartados, que supone la financiación con garantía hipotecaria respecto del total de financiación en España, confiere una gran importancia a esta deuda, más allá de las relaciones contractuales entre prestatarios y prestamistas, dada la relevancia que tiene el valor de la garantía inmobiliaria en la determinación de los importes, y también el hecho de que muchos activos crediticios pueden ser titulizados.

Este porcentaje, si se añaden las inversiones directas (es decir, la aportación de capital) de entidades financieras en organizaciones inmobiliarias (incluso de construcción), supone un gran importe económico en la definición de la vinculación entre los dos sectores.

Cualquier alteración de las condiciones en que se ha producido ese alto nivel de vinculación afecta a una importante parte del crédito concedido en España y, por tanto, al sistema financiero español y a sus titulizaciones.

De esa constatación, que ilustra cualitativamente y cuantitativamente el volumen económico de las relaciones entre los sectores financiero e inmobiliario, se desprenden varios objetivos que pretenden analizar y explicar mejor las consecuencias que ello supone (tanto ex-ante como ex-post).

El valor de la historia y lo ya conocido

Como marco de referencia añadido, se considera de gran importancia el valor de la historia, es decir, de lo ya conocido, frente al del futuro (desconocido e incierto).

5. Hipótesis de trabajo

Este conocimiento, que proviene de hechos ocurridos y conocidos, se cita aquí desde dos perspectivas contrapuestas.

En primer lugar, el pasado enseña, pues permite disponer de experiencias, contrastarlas con las teorías o decisiones que las sustentaron, y descubrir que algunas de ellas se repiten cíclicamente.

En segundo lugar, porque el pasado no prefigura el futuro, es decir, no pueden hacerse previsiones replicando series o resultados del pasado.

El conocimiento de situaciones anteriores aporta experiencia y criterio para no incurrir en errores ya sabidos. Ello permite implementar medidas de desincentivación o de previsión de riesgos, como pueden ser las provisiones a las que obliga el Banco de España.

Sin embargo, el conocimiento de lo pasado no permite inferir el futuro. La incertidumbre existe y debe disponerse de información suficiente para poder gestionar riesgos. En este sentido, conviene recordar que las provisiones inicialmente reguladas no bastaron y el Banco de España hubo de incrementarlas progresivamente, en el momento en que fue evidente que algunos riesgos se habían confirmado.

Mercado eficiente como objetivo de buen funcionamiento y de precios justos

El concepto de mercado eficiente como marco teórico deseable, aceptando aquí su imposible cumplimiento en el ámbito financiero e inmobiliario, permite aportar “criterios” con los que medir el mejor o peor funcionamiento de un mercado.

Asimismo, los fallos de mercado y las externalidades, que afectan al mercado y su relación con la vinculación entre los sectores, deben ser atendidos en esta investigación.

Como referencia de partida, la investigación asume que un mercado deberá ser lo más eficiente posible, pues eso significa que “*está funcionando bien y que los precios son justos*” (Brealey y Myers, 1988).

Las cualidades de un mercado eficiente se presentan aquí como representativas de una situación óptima, aunque las entendemos como hipótesis teórica, que permite reflejar correctamente la información disponible referida a los precios de los activos (financieros y también inmobiliarios) y a lo que puede entenderse como su valor intrínseco. No obstante, la existencia de **información asimétrica**, fundamentalmente, supone una ineficiencia que atenta contra el equilibrio de un mercado competitivo. A esta información asimétrica (causante de selección adversa y riesgo moral) deben añadirse comportamientos irracionales (descritos por la teoría de finanzas conductista), y otro tipo de externalidades o fallos de mercado.

La responsabilidad en las acciones

La tesis pretende constatar la responsabilidad de los individuos en las acciones. La toma de decisiones, sea cual sea su ámbito de influencia, siempre recae en la persona. Se trata, pues, de conocer la capacitación profesional y, sobre todo, la calidad ética de las personas que deciden, en nombre propio o en representación de terceros.

Interesa transmitir aquí la idea de que no existe una pauta de conducta general o uniformada. La individualidad, basada en la libertad, es la característica fundamental de la acción humana, por

5. Hipótesis de trabajo

lo que cada persona se rige por sus propios principios y valores, haciendo uso de su capacidad intelectual y técnica.

También se analizan las consecuencias de las decisiones adoptadas y quién debe asumirlas, en el caso de que los riesgos excedan de los que pueden entenderse como correctos, técnicamente o prudentemente, que no tienen por qué coincidir con los previstos.

Se entenderá que la vinculación entre los dos sectores, financiero e inmobiliario, puede exceder los límites de su perímetro y trasladarse, como eventual nueva vinculación, a la economía real o al propio riesgo de un país, a través de sus instituciones sistémicas o como sucede con el riesgo moral.

Los ciclos de los mercados

El sistema del que forman parte las entidades financieras es inherentemente procíclico (Gual, 2009; Goodhart, 2011). En los periodos de expansión, el precio de los activos y sus rentabilidades crecen, y se reducen las situaciones de incumplimiento (morosidad), disminuyendo riesgos (y volatilidad), por lo que las instituciones financieras se expanden, asumiendo más deuda (mayor apalancamiento). En el declive, la situación se invierte con mucha fuerza y rapidez, como se observa repetidamente en gráficos y descripciones de ciclos. Se trata de una situación aplicable a ciclos financieros y a ciclos inmobiliarios, ampliamente conocida, que puede agravarse si coinciden ambos en el denominado “doble auge” o “*twin booms*” (Crowe, Dell’Ariccia, Igan y Rabanal, 2013).

El futuro es siempre desconocido y los ciclos no tienen una periodicidad regular y predecible. Así pues, tanto el sistema financiero como los organismos reguladores supervisores no disponen siempre de la suficiente capacidad anticipatoria para intervenir en los ciclos, al objeto de evitarlos o aminorarlos.

El sistema financiero puede estar muy vinculado al inmobiliario y, sin duda, mucho más que otro sector. Incluso el propósito del crédito para inversión inmobiliaria es mayor que el dedicado a otras finalidades. Ello hace que los ciclos se combinen y se amplifiquen uno al otro. Como manifiesta Leamer (2007), “*los ciclos en el mercado inmobiliario y en la economía en general han estado fuertemente entrelazados*”.

5.2 Presentación de las hipótesis de la tesis

A lo largo de la tesis, se ha tratado desde diferentes perspectivas la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario. La hemos descrito como un anclaje entre los dos sectores, que participan de diferentes operaciones conjuntamente a través de sus activos, los cuales determinan la rigidez de su relación.

Uno de los objetivos de esta tesis, dentro del general, pretende determinar cuál es el elemento o característica que une los eslabones de la cadena de vinculación a la que hemos hecho repetidamente mención, y que implícitamente ancla un sector al otro.

5. Hipótesis de trabajo

Como se ha expuesto, se trata de una cadena de vinculación que une activos diversos, de distinta naturaleza y que pueden estar en diferentes mercados.

Hemos de convenir, por lo tanto, en que existe un equilibrio entre todos los eslabones de la cadena de vinculación, pues cada nuevo activo que se incorpora lo hace considerando los ya preexistentes, es decir, adapta o define sus parámetros definitorios a los de los activos que ya forman parte de esa cadena (probablemente en calidad de subyacentes).

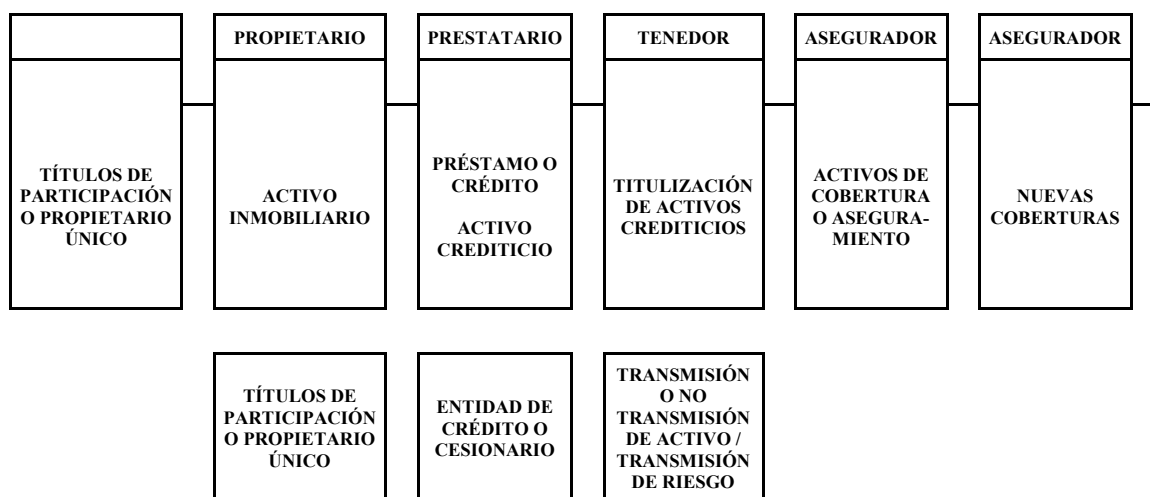
Este equilibrio entre los activos se refiere a los **componentes** definidores del valor al que puede ser transaccionado o negociado cada uno de ellos, sin alterar el de los restantes.

El **parámetro** que une todos los activos de la cadena de vinculación, como catalizador que permite establecer un equilibrio entre ellos, no puede ser la suma de las características descriptivas de cada uno, que se integran entre sí y se amalgaman en las que definen un “activo vinculado” que los aglutina todos.

Como se ha expuesto, los **elementos** que forman parte de esta cadena de vinculación son la rentabilidad, el riesgo, los plazos, la inversión, etc. Elementos que pueden resumirse en el valor del activo que es objeto de negociación o transacción, sea cual sea su ubicación dentro de la cadena de vinculación.

Es decir, la tesis se propone comprobar si el valor reúne y resume todas las características de todos los activos que forman parte de la cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios.

Ésta es la base de la primera hipótesis, que se formula más adelante para su estudio y eventual confirmación.



Fuente: Elaboración propia

Figura 5.1 Configuración de una posible cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios

El esquema de la figura 5.1, puede continuar por su derecha con sucesivas nuevas coberturas.

Tal como expone la teoría que lo describe, un mercado eficiente reflejará correctamente la información disponible de los activos a través de sus precios. Es decir, desde un punto de vista racional, podemos entender que el valor de un activo contiene toda la información de la que se

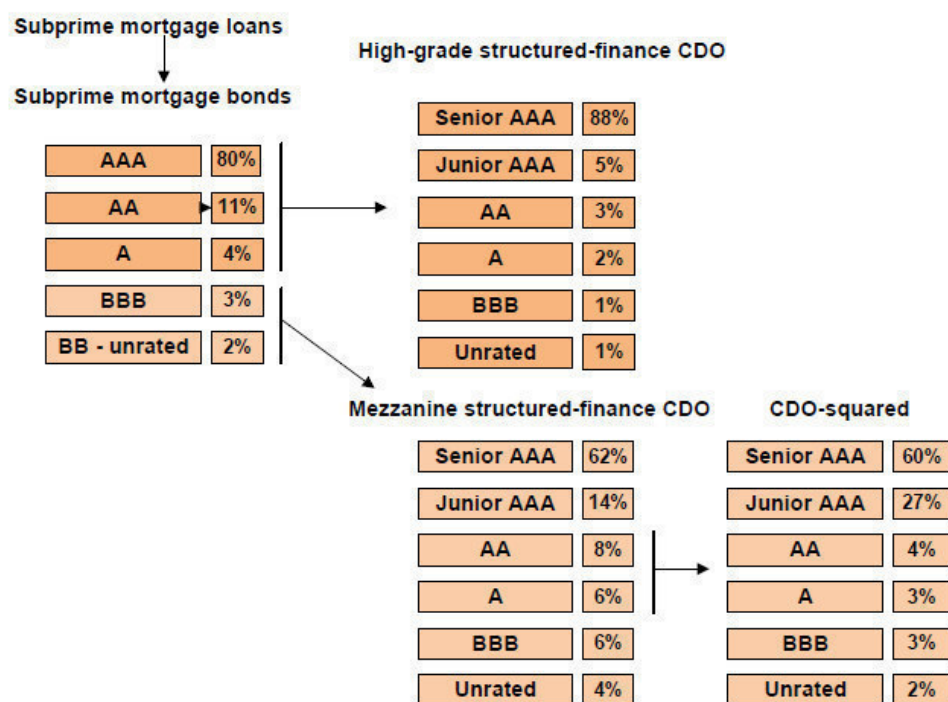
5. Hipótesis de trabajo

dispone, y si aparece nueva rápidamente será incorporada en el valor de ese activo (aunque solamente sea por quien dispone de esa información, si no es accesible o pública).

Asimismo, el valor de un activo debemos entenderlo como el “valor actual” de todo lo que afecta o incorpora su futuro (rentabilidad, riesgo, etc.), es decir, de sus flujos de fondos futuros.

Se entiende, pues, que el valor de un activo está en absoluta relación con el descuento de su flujo de fondos futuro, y éste solamente es posible estimarlo disponiendo de la máxima información y determinando las probabilidades de ocurrencia de lo previsto.

La información es, pues, un componente necesario y capital de toda previsión de futuro y, por tanto, de toda opinión acerca del valor de un activo. Dicha información es todavía más necesaria y valiosa tratándose de un “activo vinculado” que incorpora y resume la rentabilidad y riesgo (por tanto el valor) de otros que forman parte de la cadena de vinculación. Para poder dotar de valor a un activo vinculado deberemos conocer o estimar lo que no está completamente visible dentro de cada “muñeca rusa” (“*matrioshka*”), que figuradamente puede representar un activo financiero estructurado, para lo cual es preciso disponer de la máxima información posible y de capacidad para interpretarla.



Fuente: Teply, Cernohorsky y Roshwalb (2010)

Figura 5.2 Instrumentos financieros estructurados con varios tramos

La calidad de la información, como se ha visto en el capítulo dedicado a su asimetría, influye de forma fundamental en las previsiones que pueden hacerse en el estudio de un proyecto (y de su financiación). Sin embargo, la información disponible puede ser insuficiente o sesgada, pudiendo incluso estar manipulada o defectuosamente gestionada. En última instancia, siendo suficiente y cierta, puede ser interpretada de diferentes maneras.

5. Hipótesis de trabajo

Cuanto mayor es la complejidad de un activo, más difícil es disponer de suficiente información, de interpretarla correctamente y de valorarla bien.

Dado que la cadena de vinculación, capaz de incorporar sucesivos eslabones a partir de una inicial operación de préstamo o crédito hipotecario, incorpora una gran complejidad, y que ésta no siempre es gestionada desde su visión global, interesa conocer si la vinculación entre activos puede ser causa de asimetría de la información. En la estructuración de titulizaciones se ha expuesto la precisión, casi de cirujano, con la que diseñan los instrumentos financieros quienes estructuran diferentes tramos con diferentes riesgos y rentabilidades. Asimismo, se ha abordado el trabajo de las agencias calificadoras, o incluso de las tasadoras inmobiliarias, que determinan el valor de los activos, de gran trascendencia en las futuras operaciones con ellos, pues disponen de una información (completa o sesgada) a la que no tienen acceso los tenedores o propietarios finales de esos activos.

La segunda hipótesis pretende estudiar si la vinculación entre los dos sectores analizados genera asimetría de la información o, de forma más genérica, la posible relación de causalidad que puede haber entre la vinculación (y su complejidad) con la calidad y disponibilidad de información. Su formulación se presenta más adelante, en este mismo capítulo.

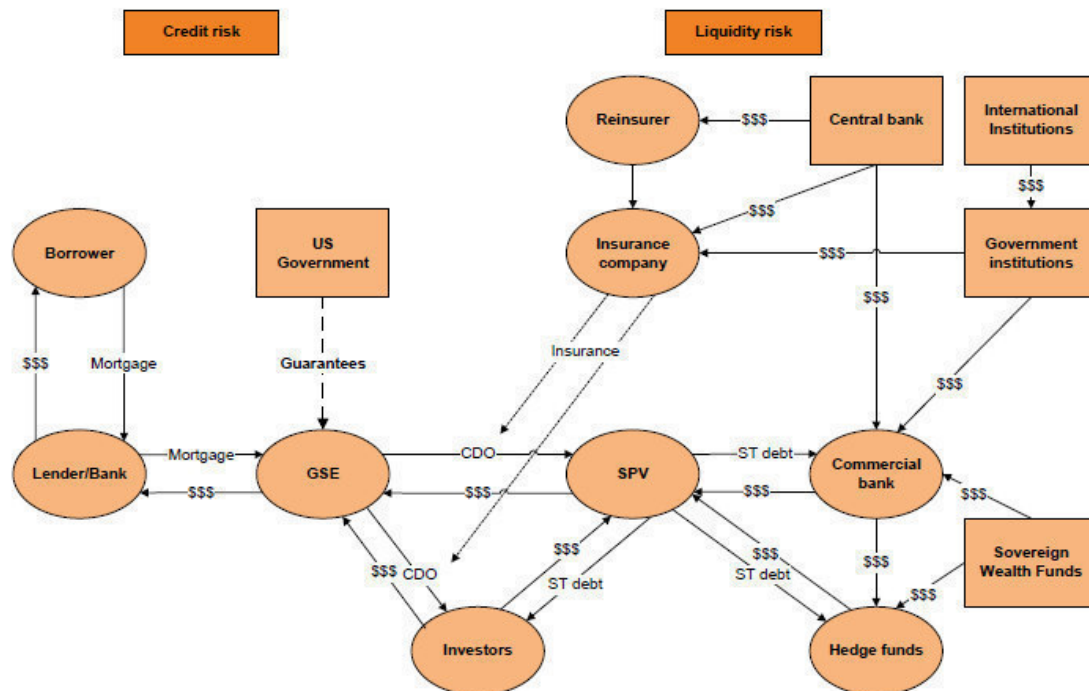
Por último, atendiendo a la propia naturaleza de la inversión y financiación, siempre orientada a futuro, interesa referirnos explícitamente al riesgo de las operaciones, o de los propios activos que forman parte de ellas, directamente conectado con su rentabilidad. Siguiendo el objetivo específico, ya descrito, de conocer los riesgos que pueden derivarse de la vinculación entre los sectores objeto de análisis, la tercera hipótesis de la tesis pretende conocer la posible causalidad de aquélla con mayores riesgos incurridos.

Interesa, pues, conocer si la vinculación es causa de un mayor riesgo, en tanto que la complejidad y opacidad de algunos procesos puede reducir la disponibilidad de información.

Asimismo, dado que el riesgo forma parte de las decisiones que se adoptan, una vez analizada la información disponible interesa conocer si se asumen riesgos excesivos teniendo plena conciencia de ello. Ello traslada el estudio a averiguar, en el caso que se tenga conocimiento de los riesgos asumidos y que exista una preferencia por el riesgo, si dicha opción responde a la convicción de poder asumir sus consecuencias, o si se considera posible eludirlas.

En resumen, la tercera hipótesis, que se formula más adelante, pretende evaluar si la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario puede ser causa de mayor riesgo, así como estimar la conciencia que puede tenerse del mismo en determinadas ocasiones.

5. Hipótesis de trabajo



Fuente: Teply, Cernohorsky y Roshwalb (2010)

Figura 5.3 Esquema de riesgo de crédito y de liquidez en operaciones dentro de la cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios

En los apartados siguientes se concretan las tres hipótesis asociadas a los objetivos de la investigación introducidas aquí, cuya discusión, contraste, y eventual confirmación se efectuará acudiendo al marco teórico y de referencia expuesto en la primera parte de esta tesis y a los criterios apoyados en aquél.

En el desarrollo, contraste y conclusión de cada hipótesis se incluyen ejemplos ilustrativos de los criterios desarrollados. A pesar de que es posible encontrar muchos y más documentados ejemplos en EEUU, se proponen casos o referencias del entorno español.

Una vez finalizado el estudio y contraste de las hipótesis, se presenta una recopilación de opiniones de tres ilustres profesionales que combinaron el trabajo en el área empresarial financiera con su compromiso académico. Todas ellas se han extraído de disertaciones en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, y aportan un mayor conocimiento a esta investigación.

Tras el estudio de las hipótesis, atendiendo a los criterios que el marco de referencia propone, y dependiendo de si aquéllas han sido confirmadas o no, se presenta un capítulo con las conclusiones, que se intenta que sea congruente con los resultados obtenidos y con todo lo aprendido en la investigación. Las conclusiones harán hincapié en el papel de la regulación en las decisiones y acciones de las personas, así como en la necesaria calidad profesional y ética de las mismas.

5. Hipótesis de trabajo

5.3 Hipótesis H1: Acerca del valor de los activos como principal causa de la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario

Como se ha descrito en el marco de referencia, la financiación de una inversión responde a criterios cualitativos y cuantitativos que deben hacerla viable, en términos de rentabilidad o de cualquier otro tipo de resultados.

A tal efecto, deben destinarse los correspondientes recursos, propios o ajenos, para financiar en tiempo presente el desarrollo y consecución de resultados futuros.

Tanto desde la perspectiva de la inversión, como especialmente de la financiación, el valor económico, en términos dinerarios, debe corresponderse con el valor actual de un flujo de caja futuro.

Tanto si se trata de **inversión en activos inmobiliarios**, directamente o a través de participaciones en sociedades que operan con ellos, como si se trata de la **función de garantía de los activos inmobiliarios en deuda hipotecaria**, el valor del activo inmobiliario determina el importe total de la operación.

Pero el valor de un activo inmobiliario no es constante en el tiempo, por lo que toda decisión tomada en función del mismo está condicionada a su posible variación futura. Esta variación del valor de una garantía inmobiliaria puede ser positiva, incrementando la cobertura y la riqueza de su propiedad, o negativa, sumergiendo la hipoteca y despatrimonializando a la propiedad.

La financiación hipotecaria, objeto principal de este estudio, resume los restantes modos de vinculación, pues toda inversión precisa ser financiada y cualquier inversión, sea o no inmobiliaria, puede recurrir a financiación con garantía hipotecaria.

Ello define un primer nivel básico de vinculación, entre el valor dinerario de un préstamo o crédito y el valor del activo inmobiliario que le sirve de garantía en determinado porcentaje, amparado por la legislación que rige en España al respecto. Dicha vinculación mediante criterios hipotecarios y según los términos expuestos, está basada en la valoración del activo colateral. Se trata del proceso de originación del préstamo o crédito hipotecario.

Posteriormente, dicho activo crediticio, con su correspondiente colateral, puede asimismo formar parte de una cartera titulizada, valorada independientemente atendiendo a su composición y a la solvencia de su emisor, que se negocia en otros mercados.

Igualmente, los títulos hipotecarios, en tanto en cuanto incorporan riesgo, pueden ser objeto de cobertura con nuevos instrumentos financieros, objeto asimismo de valoración, que también cotizan diferenciadamente en mercados y que pueden ser objeto de sucesivas coberturas (por ejemplo los CDS).

Se trata, pues, de distintos eslabones de una cadena que vincula diversas tipologías de activos, con diferente legislación aplicable a cada uno, que son valorados por diferentes agentes y con distintos criterios, en función del riesgo, de la rentabilidad y, especialmente, de la evolución del valor de cada activo en el futuro.

5. Hipótesis de trabajo

La formulación de la hipótesis H1 se hace en los siguientes términos:

H1 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario es realmente una vinculación entre el valor de sus activos. Los activos quedan vinculados por sus valores que, asimismo, condicionan su desvinculación.

A efectos estrictamente metodológicos, la hipótesis se subdivide en dos subhipótesis, a las que se aludirá diferenciadamente o como una única a lo largo de la investigación:

H1.1 - Los activos, financieros e inmobiliarios, quedan vinculados por sus valores.

H1.2 - El valor de los activos, financieros e inmobiliarios, puede dificultar o impedir su desvinculación.

El valor de los activos, que forman parte del patrimonio de su propietario, afectan a su riqueza o a su solvencia. Este valor puede ser el histórico, correspondiente a la originación o a la inversión, o el actual, equivalente a la valoración que en determinada fecha le asigna el mercado.

Asimismo, atendiendo a diferentes situaciones posibles, el valor de los activos puede obligar a las entidades crediticias españolas a provisionar sus riesgos, lo que constituye un verdadero coste implícito que afecta en gran medida al valor de los recursos propios de la entidad.

5.4 Hipótesis H2: Acerca de la mayor asimetría de la información que genera la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario

En los planteamientos generales de esta tesis se ha explicado que la hipótesis del mercado eficiente, no existente en los dos sectores objeto de estudio, es una condición deseable en todo mercado (Brealey y Myers, 1988), en beneficio de sus participantes. De esta afirmación puede inferirse que todas las decisiones o actuaciones que puedan ir en la dirección contraria, es decir, que puedan contribuir a una mayor ineficiencia, como por ejemplo la información insuficiente, deberían entenderse como una **condición no deseable**.

Atendiendo a la necesidad de evaluar sucesos futuros, en toda inversión o financiación poder disponer de la máxima información posible tiene una gran trascendencia. Decidir o actuar con poca información, o reducir la inicialmente disponible en beneficio de una de las partes en un acuerdo, puede suponer una menor calidad en las decisiones y en la posterior acción relacionada con éstas.

5. Hipótesis de trabajo

Esta situación, que afecta al funcionamiento de los mercados en los que operan los dos sectores objeto de estudio, puede referirse a la información asimétrica entre agentes, que puede estar provocada por el propio funcionamiento de los sectores condicionados por la vinculación, incrementada por la mayor complejidad que aporta la adición de sucesivos eslabones en la cadena de vinculación, o incentivada para obtener determinados beneficios.

La opacidad y complejidad de algunas operaciones, unidas a la siempre insuficiente información, determinan variables importantes como el valor de los activos, o las actitudes frente el riesgo. Dicha consideración incide directamente en la calidad del juicio y acción de las personas que toman decisiones y actúan por intereses propios o representando a organizaciones. Es un tema que será tratado desde la ética y desde la correcta capacitación de quienes toman decisiones.

En esta investigación se pretende confirmar que la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario afecta a la asimetría de información, lo que genera conflictos de agencia, situaciones de selección adversa y riesgo moral. Asimismo, abundando en lo expuesto, se propone confirmar que el exceso de vinculación incrementa o incentiva la asimetría de información y sus consecuencias (riesgo moral, selección adversa).

Todo lo expuesto motiva la hipótesis H2, que se presenta según el siguiente enunciado:

H2 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera información asimétrica, incrementándose ésta cuanto mayor sea aquélla.

Debe relacionarse la anterior hipótesis con el hecho de que la existencia de asimetría de información en las operaciones entre activos financieros e inmobiliarios supone una mayor ineficiencia de sus mercados.

5.5 Hipótesis H3: Acerca del incremento de riesgo que provoca la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, hasta el punto de poder transformar el riesgo en incertidumbre

Todas las actividades humanas, en nuestro caso concreto las referidas a los sectores financiero e inmobiliario, basan su esfuerzo en la consecución de objetivos que deben concretarse en resultados futuros.

Dichos **objetivos**, cuyos resultados deberán ser comparados con los inicialmente previstos, se materializan en el **futuro**, aunque las decisiones y la aplicación de recursos deben efectuarse en tiempo presente o, cuando menos, previamente a la inversión.

5. Hipótesis de trabajo

El propio hecho de que todo esfuerzo va referido a sucesos futuros es una importante fuente de incertidumbre, que debe ser posible convertir en riesgos probables a partir de la información analizable.

Dado que toda actividad económica basa su esfuerzo en la consecución de objetivos (la rentabilidad, por ejemplo), interesa a esta investigación conocer lo que supone tratar con objetivos futuros que se deciden en fecha actual.

En concreto, todo proyecto incorpora riesgo que, como se expondrá, es siempre objeto de análisis, de evaluación y de gestión, como contrapartida a la incertidumbre que anula toda posible información con la que poder planificar el futuro.

Refiriéndonos al tema de la tesis, los ciclos o los desequilibrios de un sector pueden trasladarse directamente al otro vinculado, que a su vez puede ser catalizador del primero. Su coincidencia puede generar perjuicios que afectan a quienes aportaron recursos que fueron gestionados con un exceso de riesgo, o que, excediendo el perímetro de ambos sectores, se convierten en un riesgo sistémico que debe ser asumido por toda la sociedad. Estas situaciones pueden agravarse con la globalización de algunos mercados y con el excesivo tamaño de algunos de los actores.

Esta situación de transmisión o contagio a causa de la globalización de los mercados financieros y su facilidad para movilizar liquidez puede producirse, independientemente de las regulaciones locales, sin atender a fronteras geográficas.

Incluso aceptando que la actividad correcta supone convertir incertidumbre en riesgo, se pretende analizar si, en algunas situaciones relacionadas con la vinculación, el proceso lógico se invierte, y de una situación de riesgos definidos se pasa a una situación de incertidumbre.

Actuar con opacidad y con activos de gran complejidad, en ocasiones alejados de toda posibilidad de análisis, puede ser también, y en gran medida, consecuencia de la vinculación entre los activos de los sectores que aquí se abordan. Dichos activos incorporan riesgo, que puede ser cubierto, o asegurado, con distintos activos que, nuevamente, incorporan riesgo a la cadena que los vincula.

El riesgo es necesario en todo proyecto. Sin embargo, el exceso de riesgo, incluso la preferencia por el mismo, puede escapar de los propios límites y afectar a terceros.

Se pretende confirmar que la excesiva vinculación puede ir en la dirección de incrementar o crear riesgos, lo que redundaría en vulnerabilidad de los dos sectores.

Con el objetivo de verificar lo que se ha expuesto, se formula la hipótesis H3 de esta tesis:

H3 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera riesgo, que se incrementa cuanto mayor sea aquélla.

Esta hipótesis, para su mejor desarrollo, se subdivide en dos subhipótesis, a las que se aludirá diferenciadamente o como una única a lo largo de la investigación:

5. Hipótesis de trabajo

H3.1 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario incrementa el riesgo.

H3.2 - Se asumen riesgos excesivos, con conocimiento de ello.

De la H3.1 puede inferirse una posible generación de incertidumbre, a partir de una situación de riesgo. De la H3.2 se puede inferir la preferencia por el riesgo en algunas operaciones.

Debe mencionarse que el incremento de riesgos en la operativa o estrategia de un sector, operando con activos de gran complejidad en determinados mercados, que se formula en la subhipótesis H3.1, puede generar riesgo sistémico. Asimismo, la posible preferencia por el riesgo, que está implícita en la subhipótesis H3.2, puede tener en consideración el riesgo moral.

5.6 Resumen de las hipótesis

A modo de resumen, con el fin de disponer de una visión conjunta de las hipótesis y subhipótesis que se formulan en esta tesis para su contraste, se agrupan a continuación:

H1 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario es realmente una vinculación entre el valor de sus activos. Los activos quedan vinculados por sus valores que, asimismo, condicionan su desvinculación.

H1.1 - Los activos, financieros e inmobiliarios, quedan vinculados por sus valores.

H1.2 - El valor de los activos, financieros e inmobiliarios, puede dificultar o impedir su desvinculación.

H2 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera información asimétrica, incrementándose ésta cuanto mayor sea aquélla.

H3 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera riesgo, que se incrementa cuanto mayor sea aquélla.

H3.1 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario incrementa el riesgo.

H3.2 - Se asumen riesgos excesivos, con conocimiento de ello.

Capítulo 6

Contraste de las hipótesis

6. Contraste de las hipótesis

6.1 Contraste de la hipótesis H1

Acerca del valor de los activos como principal causa de la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario

6.1.1 Introducción

El tema central de esta investigación es la vinculación, que puede llegar a ser excesiva por motivos expuestos en otros apartados, entre los sectores financiero e inmobiliario.

Este exceso de vinculación puede producir en algunos casos una situación de irreversibilidad, o gran dificultad en la separación de los activos de ambos sectores, que limita las posibilidades de su gestión.

En la configuración de la vinculación entre los sectores se pretende determinar cuáles son los verdaderos eslabones de esa unión, y conocer las implicaciones que ello supone.

Sin embargo, el anclaje entre los sectores financiero e inmobiliario no se produce entre los mismos, ni siquiera entre las miles de operaciones que van tejiendo una posible vinculación entre ambos, ni entre cada uno de los activos que integran las operaciones (de inversión o de financiación) que componen y que unen las operaciones (activo inmobiliario y activo financiero).

Según se plantea en las hipótesis de esta investigación, la vinculación entre ambos sectores, se ancla por la relación entre el valor de los activos que los integran.

La verdadera rigidez no proviene tanto de la vinculación entre las especiales características del bien inmueble y el activo financiero que conforman cada una de las operaciones, sean de inversión, de financiación o de cobertura de riesgos, como de los valores que las representan.

Se pretende confirmar que la verdadera resistencia, y al mismo tiempo mayor irreversibilidad de esa unión, en algunos casos proviene de la relación entre el valor de cada uno de los dos activos, calculado en base a modelos que serán expuestos en esta investigación.

Para poder realizar su contraste, se exponen conceptos y casos ya presentadas en el capítulo dedicado al marco teórico y de referencia que desarrollan los criterios con los que

6. Contraste de las hipótesis

eventualmente confirmar la hipótesis. Finalmente, antes del contraste de la hipótesis, se presenta un resumen de criterios y conclusiones. Asimismo, al final de algunos de los puntos y apartados que desarrollan la discusión de estas hipótesis, se incluye un resumen recapitulativo de lo tratado.

Como ya se ha expuesto anteriormente, desde el mes de julio del 2001, el porcentaje del total de crédito concedido en España instrumentado como crédito hipotecario ha sido, en todos los meses, superior al 50%, no bajando del 60% desde febrero del 2004.

Ello significa que más del 50% del valor de la inversión en créditos de las entidades crediticias españolas, o visto desde la contraparte, más del 50% del valor de la financiación ajena de esas inversiones, está referido al valor de activos inmobiliarios, que le sirven de garantía y que constituyen un criterio de limitación del importe del crédito.

Es decir, más del 60% de los créditos de España son hipotecarios, lo que supone conceder una financiación tomando el activo inmobiliario como garantía. Esa garantía debe cubrir el importe líquido de la deuda en un determinado porcentaje.

El valor líquido, es decir el importe dinerario inicialmente contraído como deuda, nominalmente será constante en el tiempo e irá disminuyendo a medida que sea reembolsado. El valor de la garantía, representada en el activo inmobiliario, puede variar en el tiempo.

El valor de la financiación ajena, es decir la deuda, o alguno de sus límites, está referido al valor del activo inmobiliario que le sirve de garantía, y este valor nominal líquido no tiene por qué estar directamente relacionado con el valor de la inversión, si ésta es distinta a una operación con el propio inmueble colateral.

Aunque la viabilidad de la inversión y la solvencia del deudor a través de su capacidad de retorno en el futuro son objeto de estudio para la concesión de la financiación, el valor de la garantía tiene una gran importancia en el inicio del trato y en todo su desarrollo posterior.

Como se ha expuesto, la financiación se concede a una persona física o jurídica, capaz de retornar el principal de la cifra concedida más sus correspondientes intereses, según estudio que se ha hecho de su solvencia. Además, debe ser evaluada la calidad o riesgo del destino de dichos fondos, ya que debe ser capaz de generar valor que permita reembolsar la deuda. Sin embargo, como condición de ese porcentaje de crédito hipotecario, y complementariamente a la protección que concede la legislación española a este tipo de contrato, se aportan garantías inmobiliarias cuya valoración, por parte de profesionales homologados, constituye una referencia para la cuantificación del total a conceder.

Se trata de una relación comúnmente determinada por el LTV (*“loan to value”*), que relaciona en forma de cociente el líquido concedido en un préstamo, o crédito hipotecario, y el valor de tasación del inmueble que le sirve de garantía. La regulación tiene muy en cuenta el LTV, tanto los límites prudenciales, como son el 80% o el 60%, según sea uso residencial o no, como las provisiones necesarias atendiendo a ese porcentaje y a su correspondiente riesgo.

Recapitulando lo expuesto, podemos afirmar que si un gran porcentaje del total de crédito concedido en España es hipotecario, eso significa que el valor de un gran porcentaje del total de la deuda total concedida depende del valor de los inmuebles que le sirven de garantía.

6. Contraste de las hipótesis

De ello puede inferirse que una parte importante de la inversión a la que han sido destinados los depósitos de los clientes de una entidad crediticia depende del valor de los inmuebles que garantizan esas inversiones. Es decir, en un préstamo o crédito hipotecario el valor de los activos inmobiliarios es parte muy importante de las condiciones del contrato que une a la parte prestamista y a la parte prestataria.

6.1.2 Valor financiero respecto a valor del inmueble

Toda transacción consiste en el intercambio de un bien o servicio y su correspondiente contraprestación. En el caso de los activos inmobiliarios se trata de bienes de inversión, no de consumo o de corto plazo. La permanencia en el patrimonio de sus propietarios es larga en el tiempo y, por tanto, sujeta a la incertidumbre del futuro, y a sus posibles cambios de valor.

Ello supone, y es conocido desde el mismo momento de la originación del préstamo o crédito hipotecario, que el porcentaje de cobertura de la garantía hipotecaria puede variar, del mismo modo que pueden variar la solvencia del prestatario y el devenir de la inversión a la que se destinan los fondos.

A título meramente recordatorio, citamos nuevamente el concepto de “riesgo de crédito”, también denominado de insolvencia, determinado por la probabilidad de incumplimiento del prestatario y por la probabilidad de reducción del valor de las garantías. Así pues, conceder crédito hipotecario a prestatarios de insuficiente solvencia, así como reducir el rigor en la valoración de activos inmobiliarios que van a ser garantía de esa deuda, contribuye a generar deuda de “menor calidad”.

En lo concerniente a este estudio, interesa constatar la necesidad, a corto y sobre todo a largo plazo, de valorar correctamente y prudentemente los inmuebles, lo que no solamente es un mandato estrictamente técnico, sino también un compromiso ético ante todos los participantes de una operación cuyas consecuencias van a perdurar durante la vigencia futura de una deuda garantizada hipotecariamente.

Si el valor del inmueble no permite alcanzar el porcentaje correspondiente a la garantía del importe de financiación solicitado, probablemente lo más honesto, o simplemente lo sensato, es no conceder ese préstamo, o reducir su importe, atendiendo a lo incierto del futuro y lo que éste puede proveer.

Así pues, entendido desde una perspectiva de largo plazo, los recursos dedicados a un determinado activo inmobiliario, sea éste propiamente un inmueble o un título representativo del mercado inmobiliario, están referidos al valor del colateral o del subyacente en un momento determinado.

El valor de un activo inmobiliario, o de un título representativo del mismo, puede variar en el tiempo, siendo imposible conocer con certeza su evolución futura. Cuanto mayor es el periodo previsto o acordado de permanencia de ese activo en la operación hipotecaria, mayor es la incertidumbre.

La cuantificación económica de los importes monetarios dedicados a determinada operación, procedan de recursos propios o ajenos, es fija.

6. Contraste de las hipótesis

La variación del valor de un activo inmobiliario está sujeta a la coyuntura económica y al funcionamiento propio de su mercado, mientras que el principal de un activo financiero solamente variará con sus periódicas amortizaciones

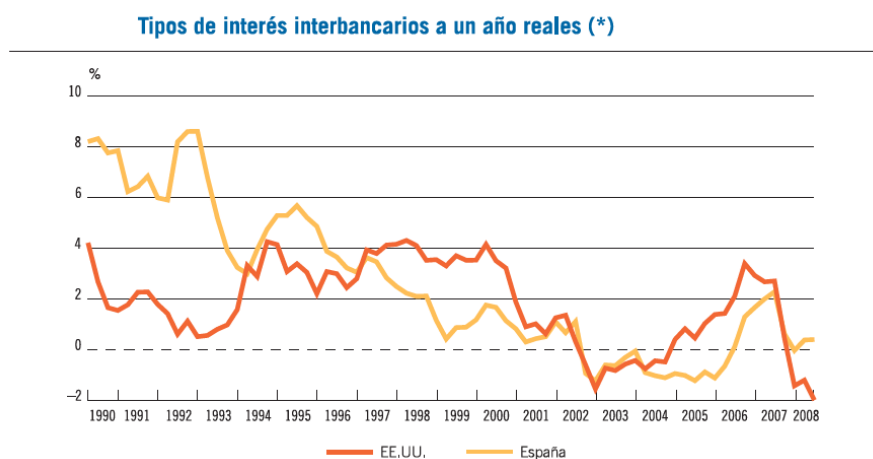
Debe mencionarse aquí la necesidad de diferenciar valor real y valor nominal de un activo, interpretando el primero como magnitud deflactada, aunque se entiende que ello afecta a toda la economía de un país y no solamente a los sectores estudiados aquí.

Igual distinción puede hacerse entre tipos de interés nominal o real. La tasa de interés real es la tasa de interés activa ajustada por inflación según el deflactor del Producto Interior Bruto, de acuerdo con la definición del Banco Mundial.

Interesa exponer este concepto en relación al coste real, es decir deflactado, de la deuda, dado que la inflación puede reducirlo hasta incluso hacerlo negativo. Esto puede suceder cuando el interés de un crédito es muy bajo, probablemente por gran liquidez en el mercado, por decisiones macroeconómicas o, simplemente, por competencia entre entidades crediticias, y sobre él actúa la inflación existente. Así ocurrió en España desde el año 2002 hasta el 2006 (Suárez, 2011).

Una tasa de interés real negativa o casi cero puede alentar inversiones, o la toma de financiación, con mayor intensidad que en otra coyuntura, aunque se trate de una situación circunstancial y que puede variar a lo largo del periodo futuro de vigencia del contrato de préstamo. Según Casasnovas (2012), el coste real de la deuda bajó del 5% (2000) a valores negativos (2008), lo que, tras diez años de tipos de interés real negativos, en su opinión es una invitación al endeudamiento, de manera que el crédito inmobiliario se convierte en “*goloso e insensato*”.

A continuación se muestra un gráfico con la evolución de los tipos de interés reales, en España y en EEUU, en el que se observan los periodos en que fueron negativos (especialmente en España):



Fuente: Aspachs-Bracons (2009)

Figura 6.1 Tipos de interés reales, en España y en EEUU

Similares situaciones, de ventajas coyunturales que pueden variar en el tiempo, pueden citarse en los casos en que se recurre a financiación de otros países o en otras monedas, asumiendo el riesgo de cambio o el riesgo de ese otro país.

6. Contraste de las hipótesis

Debe decirse que las tasas de interés reales negativas, unidas a una gran liquidez en el mercado, fomentan todo tipo de inversiones, para las que existe financiación a un coste atractivo. Y debe recordarse aquí que la financiación se concede en tiempo presente, esto es, en un momento conocido con certeza, mientras que la devolución de la misma se produce en un tiempo futuro, es decir, en un momento desconocido e incierto. En ese escenario, desconocido e incierto, el valor de los activos puede variar, con independencia de las causas que motiven ese cambio.

Como resumen de lo expuesto, podemos afirmar que el valor de los activos inmobiliarios puede variar en el tiempo, lo cual afecta al valor de la garantía. En cambio, el valor nominal de la deuda contraída no varía por causas exógenas, sino solamente por su reembolso. Causas externas pueden hacer variar el tipo de interés, sea nominal o real, que representa el coste de la deuda, no su principal. Para el deudor, el cambio del tipo de interés puede suponer un mayor o menor coste, que se traslada al importe de su cuota hipotecaria. El cambio del valor del inmueble que sirve de garantía puede afectar a su riqueza, sin que ello afecte al saldo vivo de su deuda hipotecaria. Consecuentemente, la LTV puede variar a lo largo de la vida del préstamo o crédito hipotecario, y con ella la relación de equilibrio entre deuda y garantía que se estimó en su originación.

6.1.3 Valor fijo dinerario respecto a valor variable inmobiliario

Según lo expuesto, se entiende que un activo inmobiliario y un activo financiero quedan vinculados porcentualmente por el valor de una garantía, que cubre el valor del riesgo de impago a partir de la valoración que en un momento determinado se hace de un bien inmobiliario.

Se trata de un equilibrio de valores, que se da en un determinado momento: el que señala la fecha del certificado de tasación hipotecaria, a partir del dictamen profesional de valor de un activo inmobiliario.

Dicho equilibrio, por el lado monetario, puede corresponder a una inversión con recursos propios o a su financiación con deuda. Es un importe fijo, invariable nominalmente, es decir, sin tener en cuenta la inflación, que solamente disminuye con la paulatina o total devolución de su principal (sin considerar aquí posibles refinanciaciones). No así su coste, que puede ser fijo o variable.

En el caso de **recursos propios**, debe entenderse que hay un coste implícito, basado en el coste de capital o de manera más general en el de oportunidad, que puede variar en el tiempo. Es decir, destinar un determinado importe de recursos propios significa descartar otras posibles alternativas a las que dedicar esos mismos recursos (incluida la de no movilizarlos, es decir, mantenerlos con la rentabilidad, mínima y segura, de la tasa libre de riesgo).

En el caso de **financiación ajena**, sea cual sea su tipología, además de la elección de esa inversión supone la determinación de una cifra máxima de concesión de financiación, atendiendo a la capacidad de retorno del prestatario y del valor del activo que le sirve de garantía. Es decir, si se considera que el porcentaje máximo de concesión de financiación es de un 60% del valor del activo inmobiliario colateral, porcentaje que resume el concepto de *loan to value* (LTV), el valor que se determine del colateral será el que limitará el máximo accesible de financiación, sin considerar garantías adicionales. El coste de esa financiación se entiende aquí como interés financiero que puede ser fijo o variable en el tiempo, según se acuerde en el contrato de préstamo.

6. Contraste de las hipótesis

En ambos casos, el valor del activo inmobiliario resume todas sus características y todas las previsiones de futuro que afectan al valor actual (es decir, en fecha de valoración) del activo.

Es, pues, el valor del activo objeto de inversión, o colateral de financiación, el que refleja las condiciones del activo (su valor intrínseco) en un determinado momento, con toda la incertidumbre que incorpora ese valor en relación a su estabilidad futura.

Debe recordarse aquí que una valoración es una opinión de futuro aportada por agente homologado, lo que no asegura que se mantenga a lo largo de la vida útil del activo o del plazo establecido en la operación. Tampoco asegura que esa “opinión” coincida con la de otro agente homologado de igual prestigio profesional. Y tampoco es posible conocer la objetividad de esa valoración.

Como refleja Joslin (2005), *“Valuation is a snapshot in time. It is an assessment of the market price at a single point in time. It is an estimate and any estimate is uncertain”*.

Cualquier estimación efectuada, por su propia definición, es incierta. Pero es la que fundamenta todas las decisiones de concesión de préstamos o créditos hipotecarios.

El valor del inmueble resume todas sus características (cualidades, ubicación, mercado, etc.) y, al mismo tiempo, limita el importe de financiación a conceder, según la política de LTV de cada entidad crediticia.

Se trata, pues, de la puesta en relación del valor del inmueble, sea como objeto de inversión o como colateral de financiación, en un momento determinado en que se fija el importe monetario de la operación, y el valor de aquél (*“snapshot in time”*). Tanto esa relación como las cláusulas contractuales que la regulan hacen referencia a una determinada fecha, en la que se determina el valor del activo y se establece, también, el coste financiero.

Las únicas magnitudes invariables son el importe de la inversión o el importe total del préstamo o crédito, como magnitudes monetarias, y la fecha de referencia a los efectos del inicio de la operación.

El resto de las variables que intervienen en esa operación pueden cambiar y están sujetas, en gran medida, a la incertidumbre que todo proyecto a futuro incorpora.

Recapitulando lo expuesto, puede afirmarse que los préstamos o créditos hipotecarios constituyen una relación a largo plazo de valores fijos y variables determinados y vinculados en un momento concreto por un contrato.

El valor en una fecha concreta y en un determinado entorno económico es el inicio de un periodo de muchos años en el que estarán vigentes las condiciones del contrato. Durante ese periodo, un activo financiero y un activo inmobiliario quedan vinculados porcentualmente por el valor de una garantía, que cubre el valor del riesgo de impago a partir de la valoración que en un momento concreto se hace de un bien inmobiliario. Pero ese porcentaje, denominado LTV, puede cambiar atendiendo a la variación del valor de los operandos de su cálculo.

6.1.4 Variación del valor de la garantía y del coste de la financiación

El paso del tiempo puede suponer cambios en el valor del activo colateral, y modificaciones en el coste financiero si éste se estableció variable referido a determinado índice. Ello implica

6. Contraste de las hipótesis

diferentes consecuencias, que se entenderán en esta investigación como riesgos inherentes a toda transacción. Tales riesgos, y especialmente sus consecuencias, afectan directamente a los participantes en la operación y, como se verá, indirectamente a la sociedad, dado el volumen de operaciones con el mismo riesgo cuyo fallo puede coincidir.

En lo que respecta a la posible variación del valor de los activos inmobiliarios, motivada por distintas razones, comporta diferentes consecuencias, según el punto de vista de la financiación o de la inversión.

Desde la visión de la financiación, si se trata de deuda hipotecaria, una influencia evidente en el LTV de cada momento, que afecta a la relación de cobertura del colateral respecto al saldo vivo del principal, y si se trata de recursos propios, su afectación a posibles minusvalías.

Desde la perspectiva de la inversión, afecta directamente a la posibilidad de recuperación mediante desinversión. Es decir, a la venta del activo inmobiliario para recuperar los recursos propios invertidos o disponer de liquidez con la que saldar una deuda. Se entiende que toda potencial minusvalía en esa posible operación de venta del activo afecta al patrimonio de sus propietarios, sean personas físicas o jurídicas.

En lo que respecta a la variación del coste de financiación o del coste de capital, puede influir en un cambio en la capacidad de retorno, es decir, en una posibilidad de incumplimiento si se trata de financiación, al incrementarse el coste del servicio de la deuda, que puede llegar a superar la tasa de rentabilidad de la inversión a la que se destinan los recursos. En definitiva, si los costes financieros superan a los beneficios obtenidos con su recurso, la situación es de absoluta inestabilidad, no solamente por lo que ésta supone de pérdidas, sino por la interdependencia entre dos magnitudes totalmente variables individualmente.

Debe enfatizarse el hecho de que ambas circunstancias, variación en el valor de la garantía y variación del tipo de interés, pueden coincidir y reforzarse mutuamente.

Asimismo, según la coyuntura económica del momento, ante un escenario de dificultades puede ser complicado corregir la situación mediante una refinanciación. Por refinanciación, se entiende una modificación de los términos del contrato por una nueva obligación de deuda con diferentes condiciones, o mediante nuevas garantías complementarias que aporten más valor que actúe como colateral.

En el caso de financiación hipotecaria, puede darse el caso de incumplimiento por parte del prestatario, que obligue a la entidad de crédito a ejecutar la garantía hipotecaria para recuperar el principal concedido. En ese momento, su valor puede haber disminuido hasta el punto de ser inferior a la financiación a la que debe dar cobertura.

Se trata de una posibilidad que puede producirse si, por ejemplo, el porcentaje concedido del préstamo fue de un 80% y el valor del inmueble disminuye en un 21%, o si se concedió un 100% y el valor del inmueble se ha depreciado solamente en un 1%.

En el informe *Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis*, publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, su autora, María del Rosario Martín Martín (2014), apunta que *“las carteras con LTV altos son generalmente más vulnerables, dado que estos préstamos son más sensibles en el caso de descensos en los precios de las viviendas y se les atribuye, todo lo demás constante, una mayor probabilidad de caer en impago debido al mayor*

6. Contraste de las hipótesis

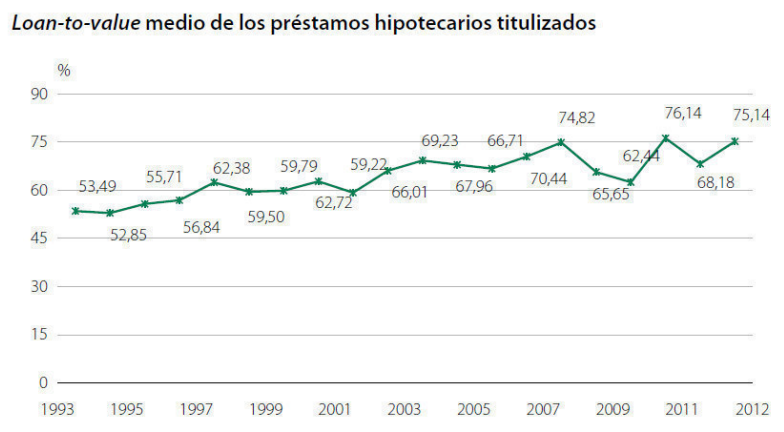
apalancamiento del deudor”. En este sentido, y siguiendo a Martín (2014), la agencia de rating Moody’s, en su informe “*Approach to rating Spanish Residential Mortgage Backed Securities*”, publicado en 2013, “*asigna una frecuencia de impago del 25% a los préstamos con un LTV del 100%, mientras que para los préstamos con LTV del 80%, esta frecuencia disminuye hasta el 11,5%*”.

Es decir, de los préstamos o créditos hipotecarios concedidos al 100% de su garantía, una cuarta parte tienen riesgo de impago, lo que no parece ser una proporción atractiva, sobre todo si se considera que ese 25% puede destruir la rentabilidad del restante 75%, incluyendo pérdidas y provisiones.

Por lo tanto, si la rentabilidad no es el objetivo que parece haber impulsado esos créditos eventualmente concedidos con un LTV del 100%, entendiendo aquella equilibradamente relacionada con el riesgo, deben existir otras motivaciones que expliquen esas decisiones.

En el siguiente gráfico se observa el incremento en España del porcentaje de LTV de préstamos y créditos (en este caso titulizados), lo que tiene consecuencias directas en las provisiones a efectuar por parte de la entidad crediticia, independientemente del coste añadido que puede suponer la calificación de dudosos de una parte de esos préstamos hipotecarios.

Debe observarse que se trata de valores medios, lo que sugiere que un 75,14% puede estar integrado por porcentajes superiores e inferiores promediados.

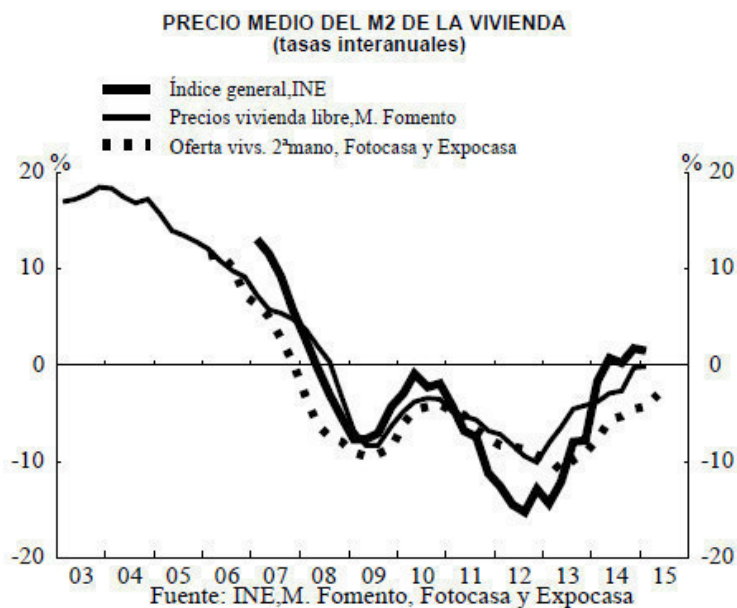


Fuente: Martín (2014)

Figura 6.2 Loan to value de préstamos y créditos titulizados (1993 - 2012)

A continuación se adjunta un gráfico del Banco de España en el que se muestra la disminución de valores medios del precio de la vivienda, como ejemplo de activo de gran trascendencia en la economía de las familias. En él, a pesar de la inexactitud que supone trabajar con valores medios y generales, se observa la incidencia que puede tener la concesión de un préstamo hipotecario en el año 2004 correspondiente al 80% del valor del activo inmobiliario que le sirve de garantía, y la situación de ese mismo préstamo en el año 2009, con una diferencia en el valor del m² de vivienda superior al 20%.

6. Contraste de las hipótesis



Fuente: Banco de España (2015a)

Figura 6.3 Precio medio del m² de vivienda en España según tres índices

Si se hace una estimación de un préstamo cuyo periodo de devolución es de 20 años, y se efectúan cálculos atendiendo a un escenario hipotético en el que la devolución del principal del crédito es constante cada año, lo que no coincide en absoluto con el método de cálculo de una cuota de hipoteca, puede estimarse que en el año 2009, tras cinco años de pagos prorrateados del importe solicitado, el saldo vivo de la deuda sería un 75% del inicial. Su garantía debería haber disminuido también un 25% sobre el valor inicialmente tasado en el 2004, sin afectar por tanto al porcentaje de garantía.

En el gráfico del Banco de España se observa que el valor de ese inmueble ha disminuido aproximadamente un 25%, lo que felizmente equilibraría la igualdad, pues el valor líquido del préstamo se ha reducido en la misma proporción o velocidad que el valor de su colateral, manteniéndose el mismo cociente del LTV.

Sin embargo, la devolución de un préstamo hipotecario no se efectúa con un importe prorrateado periódicamente, dado que se basa en una cuota fija, dentro de la que se integran principal e intereses, incrementándose la participación del primero y disminuyendo la de los segundos, a lo largo del tiempo acordado. En ese caso, sin entrar en la consideración de cómo afectan anualmente los posibles cambios e intereses a la composición de la cuota del préstamo, el 80% del valor de la garantía a fecha del año 2009 no podría cubrir el saldo vivo del crédito.

Situación que puede agravarse aún más si en los cinco años transcurridos ha habido periodos de carencia, es decir, en los que solamente se abonan intereses sin amortizar capital.

No puede decirse que sea una situación desconocida, pues como se puede ver en el gráfico de ciclos inmobiliarios de España que se presenta más adelante, esta hipótesis se ha repetido en periodos anteriores.

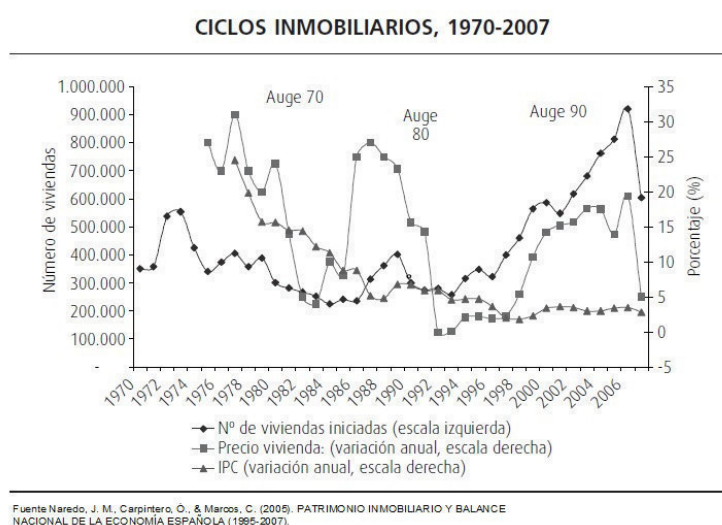
Se trata de operaciones en las que el valor de sus activos, por tratarse de inversiones con un plazo de amortización largo, determina las condiciones de la transacción inicial (la originación del préstamo hipotecario, por ejemplo), y la estabilidad de su equilibrio posterior.

6. Contraste de las hipótesis

No se trata de un fenómeno impredecible o desconocido. La variación de valores en el mercado inmobiliario es conocida y especialmente intensa en algunas zonas. En Japón, por ejemplo, persiste la existencia de un mercado inmobiliario con hipotecas sumergidas.

En España, como puede observarse en el gráfico que sigue, entre el año 1970 y el 2007 pueden fácilmente identificarse tres ciclos inmobiliarios en los que, como se aprecia, los valores de los inmuebles han variado al alza y a la baja de forma muy significativa. Existe, pues, una evidencia y una fuente de aprendizaje que debe estar incorporada en las valoraciones y en la formalización de contratos de inversión y/o financiación hipotecaria.

Se adjuntan dos gráficos, ya presentados anteriormente en esta tesis, que ilustran los recientes ciclos inmobiliarios de España (Figura 6.4) y la evolución de las cotizaciones bursátiles de las empresas constructoras e inmobiliarias, que absorben una importante parte de la financiación hipotecaria (Figura 6.5) y cuyo perfil es de gran parecido con el del último ciclo inmobiliario.



Fuente: Naredo, Carpintero y Marcos (2005)

Figura 6.4 Ciclos inmobiliarios en España (1970 - 2007)

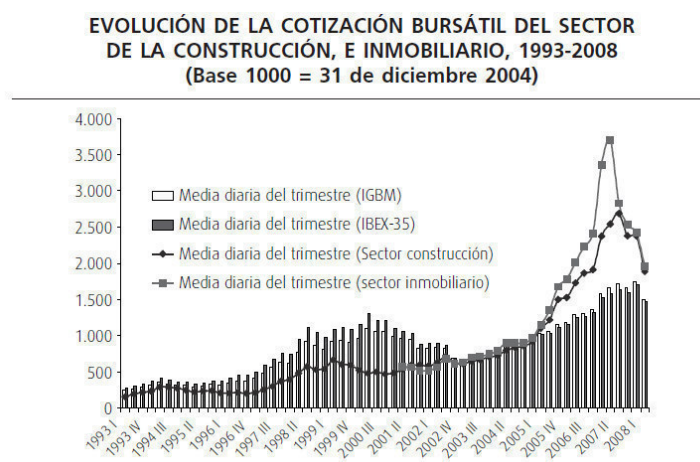


Figura 6.5 Cotización bursátil de los sectores inmobiliario y de la construcción

6. Contraste de las hipótesis

Pocos mercados son tan transparentes y líquidos como el mercado de valores, que en este gráfico refleja con total claridad las plusvalías que el sector inmobiliario y de la construcción puede generar, impulsando una importante parte de la inversión, y por tanto de la financiación, hacia ese sector.

Merece resaltarse la valoración que el mercado concede a las empresas inmobiliarias, muy por encima de la media del mercado y, cómo la caída de ese valor en el año 2007 es igual de pronunciada que la subida que se observa a partir del 2005. Debe tenerse en cuenta que en esa época aparecieron nuevas empresas inmobiliarias en bolsa.

Obsérvese que el perfil de las cotizaciones guarda una notable similitud con el de los ciclos inmobiliarios. Tiene sentido, dado que la valoración de una empresa inmobiliaria (y por tanto de sus acciones), se corresponde con el valor de sus activos una vez descontado el valor de su deuda (magnitud denominada *Net Asset Value*, o NAV), aunque no se aprecia una anticipación de la caída de valores de bienes inmobiliarios que iba a producirse.

Rafael Termes, en *La dimensión ética de las instituciones y los mercados financieros* (1995), afirma que:

La empresa financiera debe obtener beneficios siempre, es decir, todos los años; y además estos beneficios, comparados con el entorno y con el historial de la propia empresa, deben poder ser calificados favorablemente por el mercado. La razón de esta última afirmación es sencilla. Una empresa de cualquier otro sector puede subsistir con pérdidas esporádicas si su rentabilidad a medio plazo está clara, pero una empresa financiera no puede quebrantar, en ningún momento, su línea de rentabilidad porque perdería la confianza del mercado. Y la confianza del mercado es indispensable para la supervivencia de la empresa financiera. Se acostumbra a decir que la primera materia de las empresas financieras es el dinero. No es exacto. Las empresas financieras no compran y venden dinero sino que compran y venden el derecho a usar el dinero. De esta palabra, uso, deriva usura que es el nombre originariamente empleado para designar lo que ahora llamamos interés y que no es otra cosa que el precio de usar el dinero. Pero el derecho a usar del dinero entraña su devolución.

Recapitulando, podemos concluir que el cambio de lo que por su naturaleza se conoce que es variable tiene grandes consecuencias, si no se han prevenido antes. En el caso que nos ocupa, son las mismas consecuencias de otros ciclos, u otros desequilibrios, ya vividos.

Se conoce el efecto de la variación de los precios y de los valores de las garantías. Originar préstamos o créditos hipotecarios con LTV muy altos significa, y se sabe, incrementar los riesgos, lo que supone una mayor dotación de provisiones. Éstas consumen recursos propios de la entidad crediticia y, por tanto, afectan a su solvencia.

Debe recordarse que formando parte de los precios están los beneficios, que pueden disminuir si los costes se incrementan o si aquéllos disminuyen. Como dice Termes (1995) en el texto antes reproducido, “*una empresa financiera no puede quebrantar, en ningún momento, su línea de rentabilidad porque perdería la confianza del mercado*”.

6.1.5 El valor en las titulizaciones

El valor reside en la información, aunque es imposible acopiar información de sucesos futuros, o tener la certeza de que determinada información de hechos pasados va a confirmarse en

6. Contraste de las hipótesis

eventos futuros. La información permite perfeccionar contratos con menor riesgo. Y, como se desprende de los mercados eficientes, el valor incorpora toda la información disponible.

Utilizando la terminología de los mercados de valores, el valor de un título ha descontado ya toda la información, entendiendo por descontar la operación consistente en convertir todos los flujos de fondos futuros estimados en valor actual, con una determinada tasa de actualización o descuento.

Como se ha indicado a lo largo de este trabajo, los activos inmobiliarios o su deuda vinculada pueden transformarse en títulos financieros, que tienen una determinada cotización en los mercados financieros en los que se negocian. Dada la gran cantidad de oferta financiera, con sus diferentes componentes, entre los que cabe citar el riesgo, la rentabilidad, el tipo de activo subyacente y los plazos, puede acudir a la información que ofrecen las empresas calificadoras de riesgo.

Toda emisión de un producto financiero por parte de empresas, entidades bancarias, naciones, etc., será analizada y dispondrá de su propia calificación, revisada periódicamente. Los inversores, implícitamente, delegan en estas empresas su conocimiento y, por tanto, sus decisiones.

El valor de un activo titulado (o propiamente su precio, dado que no siempre coinciden precio y valor intrínseco de un activo) implícitamente depende del valor del activo subyacente, o incluso de su colateral. Aunque, dada la negociación de los instrumentos financieros titulizados, podría invertirse el sentido de la anterior frase, forzando al activo subyacente a asumir el valor residual que permite que la adición de todos los factores que forman parte de un título coincida con su valor de mercado.

A esa cotización contribuye la agencia de calificación, minorando los efectos de las asimetrías de información que en el terreno financiero, en muchos casos y debido a las rápidas innovaciones, realmente suponen verdadera opacidad de información dada la altísima complejidad de algunos productos.

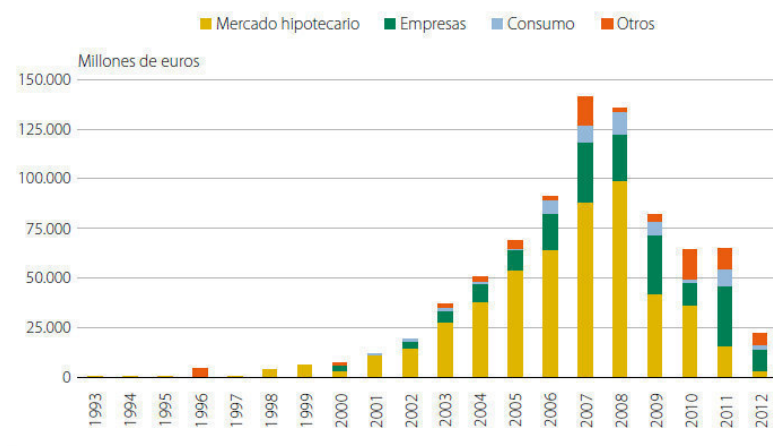
Sin embargo, pueden aparecer problemas que de alguna manera afecten al rigor en el trabajo de las agencias o a la percepción del mismo. Así, en algunos casos surgen conflictos de interés, al ser los mismos emisores de los valores quienes abonan los honorarios de las calificadoras (Klein, 2002), siendo realmente el inversor el destinatario del producto y de la calificación.

Siguiendo a Smithson y Guill (2004), para calcular el valor de un activo crediticio es preciso valorar tanto los títulos de crédito con riesgo de incumplimiento (es decir, los flujos de caja procedentes del activo que entrañan riesgo de crédito) como las opciones incluidas en el activo crediticio (es decir, la opción de reembolso anticipado, la opción de retirada, la opción a plazo vencido y la opción de revisión de precio periódica).

En el cuadro siguiente puede apreciarse la gran importancia relativa de los activos hipotecarios titulizados respecto del resto (empresas, consumo y otros):

6. Contraste de las hipótesis

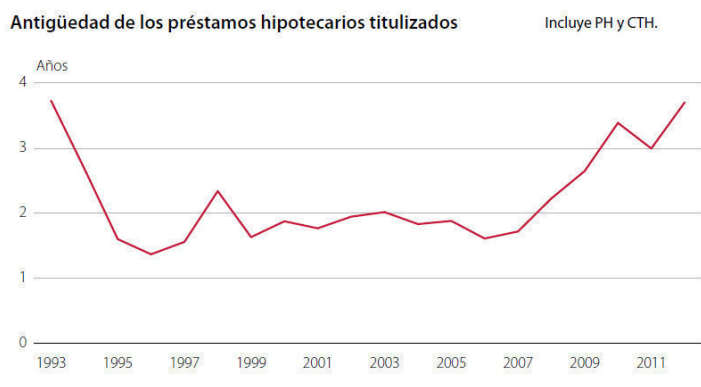
Clasificación de los activos titulizados entre 1993 y 2012



Fuente: Martín (2014)

Figura 6.6 Clasificación de activos titulizados

A continuación se incluye un gráfico que muestra la antigüedad de los activos hipotecarios que componen las titulizaciones antes informadas, lo que permite conocer si la titulización es una actividad muy inmediatamente vinculada a la originación de préstamos y créditos, o si sigue un proceso independiente:



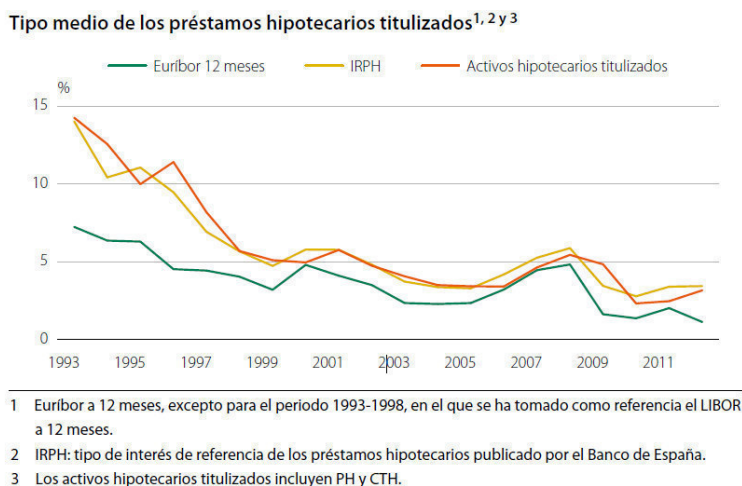
Fuente: Martín (2014)

Figura 6.7 Antigüedad de los activos hipotecarios titulizados (1993 - 2011)

Como puede verse, el crecimiento de la titulización en España va acompañado de una reducción en la antigüedad de los préstamos transmitidos, lo que puede situarla en la línea del modelo de originar para distribuir, aunque solamente sea para obtener liquidez.

Los tipos de interés a los que se han concedido los préstamos y créditos hipotecarios que son titulizados se pueden consultar en el gráfico siguiente:

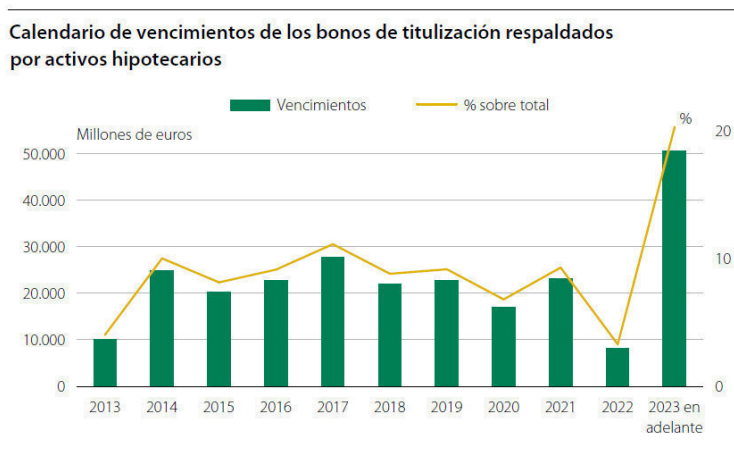
6. Contraste de las hipótesis



Fuente: Martín (2014)

Figura 6.8 Tipo medio de préstamos y créditos titulizados (1993 - 2011)

Finalmente, una vez titulizados los préstamos y créditos hipotecarios, éstos deben cumplir su plazo. Esto supone que el líquido que las entidades crediticias han recibido al emitir los títulos debe ser correspondido con el retorno de flujos de fondos hasta determinado plazo, como se ve en la figura siguiente, que ilustra el gran volumen de titulización existente (que, de hecho, es deuda) respaldada por deuda hipotecaria:



Fuente: Martín (2014)

Figura 6.9 Calendario de vencimientos de bonos de titulización hipotecaria españoles

Si se integra la información de las anteriores figuras 6.6, 6.7, 6.8 y 6.9, se observa un modelo de financiación basado en titularizar deuda hipotecaria que permite seguir concediéndola a un interés reducido. Estas operaciones comprometen a todas las partes por un largo periodo futuro. Se trata de la cadena de vinculación, o de una parte de ella, que se traslada en el tiempo y de cuyo equilibrio, entre el valor de los activos que la integran, depende su buen fin.

6.1.6 ¿Por qué el valor es lo que dificulta la desvinculación?

En la relación entre sector financiero e inmobiliario que ocupa este estudio, ninguna operación es igual, ningún contrato contiene el mismo clausulado y ninguna contraparte es similar.

6. Contraste de las hipótesis

En el momento en que el equilibrio entre valor de inmueble y valor de la inversión monetaria, con su correspondiente financiación, se quiebra, normalmente coincidiendo con periodos de dificultades económicas de un país, los riesgos, en sus diferentes modalidades, aparecen con intensidad y normalmente de forma concentrada.

La sucesión de eventos de deuda impagada, correspondiente a muchos préstamos y créditos hipotecarios, coincide en el tiempo y se alinea con la disminución del valor de sus garantías en el mismo periodo.

Todo ello supone un deterioro de la cartera de créditos de las entidades crediticias, de gran importe absoluto dada la coincidencia de tantos sucesos de morosidad.

En definitiva, se incrementa la cifra de los créditos dudosos y se reduce significativamente el valor de sus garantías.

6.1.6.1 La inversión

La disminución del valor de los inmuebles puede tener consecuencias muy diversas, atendiendo al propietario y a la finalidad con la que se efectuó la inversión.

Si se trata de inmuebles para uso propio, se produce una disminución de la riqueza de sus propietarios y, sobre todo, en la sociedad, con efectos directos sobre la economía, como por ejemplo sucede con el consumo.

Si se trata de inversión para patrimonio, puede suceder que las rentas que provienen de la rentabilidad de los activos sean insuficientes o no respondan a las estimaciones efectuadas en su valoración (rentabilidades y ocupación).

Si se trata de promotoras o constructoras, sin duda la disminución de la demanda y el mantenimiento (o incluso incremento) de los costes de financiación pueden hacer inviable la continuidad de promociones o incluso de la misma empresa.

En cualquier caso, la cobertura de su garantía hipotecaria disminuye y ello afecta a las alternativas existentes cuando surgen dificultades.

Si ejecutar el inmueble no cubre toda la deuda, ello supondrá un perjuicio para la entidad, para el deudor y para la sociedad en general, además de influir en el riesgo reputacional del prestamista.

La dación en pago, como opción alternativa, supone intercambiar un valor fijo monetario por un valor variable de un inmueble (tal vez con minusvalías latentes).

Una valoración es una opinión

Una valoración es realmente una opinión, es decir, no responde a características evaluables científicamente u objetivables. Asimismo, el valor se basa en el futuro, que es algo absolutamente incierto. Es decir, la vinculación, tal vez excesiva, entre dos sectores se basa en el valor de los activos, que está sujeto a la opinión del profesional valorador y a la percepción que éste puede tener del futuro.

La operativa inmobiliaria o financiera, en lo referido a sus valores, está sometida a decisiones que no pueden ser evaluadas con certeza.

6. Contraste de las hipótesis

Como se ha descrito en el apartado 4.8.4 de esta tesis, la Norma ECO 805/2007 permite valorar bienes inmuebles para su función como garantía de préstamos o créditos hipotecarios en España. Sin embargo el *Red Book* de RICS, da la posibilidad de valorar los activos inmobiliarios que componen las existencias e inversiones de una empresa inmobiliaria que cotiza en bolsa.

Dicho de otra forma, un mismo bien inmueble tendrá un valor diferente para un accionista que para la entidad financiera que lo ha considerado garantía de un préstamo o crédito hipotecario.

6.1.6.2 La financiación

A título meramente ilustrativo, a continuación se reproduce la serie histórica de créditos dudosos en España, que se ha ido incrementando con el paso del tiempo:

Total entidades de crédito (miles de euros)

FECHA	CRÉDITO (Excepto dudosos)	Dudosos
ene-01	545.737.486	5.891.804
jun-01	580.945.359	5.915.900
dic-01	612.545.939	6.306.664
jun-02	651.890.864	6.939.606
dic-02	688.971.573	6.978.638
jun-03	741.942.759	6.985.711
dic-03	786.068.845	7.011.542
jun-04	860.895.392	6.951.435
dic-04	927.367.562	7.178.923
jun-05	1.069.155.585	8.710.820
dic-05	1.187.713.143	9.079.098
jun-06	1.334.335.970	9.703.627
dic-06	1.491.269.728	10.462.816
jun-07	1.630.638.861	12.154.675
dic-07	1.734.019.362	15.980.528
jun-08	1.795.107.852	30.893.207
dic-08	1.790.098.516	64.172.561
jun-09	1.755.750.053	85.251.106
dic-09	1.721.135.704	92.680.781
jun-10	1.722.132.555	98.290.841
dic-10	1.690.740.895	106.552.150
jun-11	1.647.440.465	121.006.568
dic-11	1.596.903.577	139.512.872
jun-12	1.519.725.243	167.480.695
dic-12	1.384.192.341	166.245.705
jun-13	1.294.207.147	174.906.134
dic-13	1.205.222.721	195.668.419
jun-14	1.197.789.809	184.709.400
dic-14	1.170.179.108	171.043.745

Fuente: Elaboración propia con datos de la Asociación Hipotecaria Española (AHE)

Tabla 6.1 Serie histórica de créditos dudosos en España

6. Contraste de las hipótesis

La tabla anterior confirma que efectivamente el riesgo de impago puede llegar a confirmarse, y con cantidades que suponen grandes importes. La cifra de 171.043.745.000 euros de dudosos en diciembre del 2014, es decir 171.043 millones de euros, da una idea del valor absoluto del riesgo. Los 171.043 millones de euros no se cobran y, además, deben ser provisionados, es decir generan coste en lugar de aportar rentabilidad.

Efectivamente, esta situación no solamente supone el incumplimiento del contrato hipotecario original, con las consecuencias económicas y sociales que ello comporta, sino también la obligación de consignar provisiones cada vez más exigentes, según regulación, por parte de las entidades de crédito (con lo que ello supone de incidencia en sus recursos propios y, por tanto, en su solvencia empresarial).

No disponemos de información acerca del porcentaje de esos importes de “dudosos” que corresponden a crédito hipotecario, pero si se aplicara una estimación del 60% que aproximadamente supone el crédito hipotecario respecto del total crédito concedido, pueden estimarse los notables importes que resultan.

Debe recordarse que el denominado “riesgo de crédito” proviene tanto del prestatario (el deudor y sus condiciones), como del inmueble que sirve de garantía a la deuda. Y, tratándose del inmueble en su calidad de garantía, nos estamos refiriendo a su valor y a la eventual variación del mismo.

Solamente como referencia, debe advertirse aquí que, como antes se ha expuesto, en el año 2013 la agencia de rating Moody's *“asigna una frecuencia de impago del 25% a los préstamos con un LTV del 100%, mientras que para los préstamos con LTV del 80%, esta frecuencia disminuye hasta el 11,5%”* (Martín, 2014).

En la tabla anterior, puede observarse que en diciembre del 2013 los créditos dudosos fueron 195.668.419 miles de euros, lo que representa aproximadamente un 16% sobre el total, porcentaje que está dentro del intervalo antes citado, determinado por un 11,56% y un 25%.

Es decir, la concesión de préstamos y créditos hipotecarios con excesivo riesgo en la capacidad de reembolso de los prestatarios, o con un LTV elevado, supone una potencial tasa de morosidad por encima de la media (de la que forma parte incrementándola). Asimismo, valorar inmuebles sin la suficiente prudencia o sin la innegociable capacidad técnica puede dar lugar a valores de garantía que posibiliten cifras de deuda con una gran fragilidad en lo que a su cobertura se refiere.

Estos riesgos se transmiten a posibles titulizaciones.

Los efectos crediticios de un crédito dudoso, pueden resumirse del modo siguiente:

- la no-recuperación de principal
- el no-cobro del servicio de la deuda
- la dotación de provisiones.

Todo ello puede obligar a plantearse alguna de las siguientes alternativas:

- refinanciar dicha deuda, variando sus condiciones o sus garantías,
- aplicación jurídica de la ejecución hipotecaria con una posible insuficiencia del valor de la garantía con respecto al saldo vivo del crédito,

6. Contraste de las hipótesis

- incorporación del activo inmobiliario colateral en el balance de la entidad crediticia como pago de la deuda que queda saldada con el valor del activo.

Las alternativas descritas, consecuencia de un activo crediticio dudoso, deberán ser provisionadas en el balance de la entidad de crédito. Sin excepción.

Refinanciando la deuda, o incorporando el activo en el balance, vía compra o vía ejecución, puede existir una diferencia entre el valor inicial y el valor actual del inmueble colateral, que también obliga a provisionar.

Ello supone vender activos asumiendo pérdidas o mantenerlos dotando las correspondientes provisiones. La elección, sea cual sea, afectará en ambos casos a los recursos propios de la entidad y, por tanto a su solvencia, que avala todas las emisiones que pueda hacer.

Detrás de cada préstamo o crédito dudoso existen innumerables causas o motivos que han llevado a esa situación. Muchas de ellas tienen detrás un verdadero problema social que, en un gran número de casos, se traduce en un auténtico drama para muchas familias. Por ello, deben conocerse las razones que han derivado en este tipo de situaciones y aprender de ellas.

Interesa considerar las causas que provienen del cambio en la situación social y económica en que se encuentra el deudor, y las que pueden retrotraerse al momento de la originación debido a una excesiva asunción de riesgos en la concesión de la financiación hipotecaria.

Resumiendo lo expuesto, en muchas ocasiones los riesgos se confirman, y no siempre se dispone de suficiente cobertura para los mismos. Dentro de lo que puede entenderse por cobertura, deben considerarse los bienes inmuebles aportados como garantía en un préstamo o crédito hipotecario, que protegen tanto al prestamista (que recupera el valor del líquido concedido) como al prestatario (que evita su responsabilidad más allá del valor del inmueble).

La confirmación de los riesgos, en lo que a vinculación entre activos financieros e inmobiliarios se refiere, para la entidad crediticia supone menos cobros (dada la morosidad) y más costes (como es, por ejemplo, el caso de las provisiones).

Dichas consecuencias afectan a la dificultad existente para deshacer la cadena de vinculación, pues toda decisión que pueda adoptarse (refinanciar, comprar o ejecutar) va inexcusablemente vinculada a la dotación de provisiones, que incorporan un nuevo valor, negativo en este caso, a la citada cadena.

Toda incidencia en la cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios, afecta a los valores que la componen y a todos los agentes que participan en ella.

6.1.6.3 La complejidad

En otro apartado hemos denominado, con cierta libertad, “**activo vinculado**” a un determinado activo ficticio que reúne los condicionantes del sector financiero y del sector inmobiliario unidos. Se trata de deuda vinculada a un inmueble como garantía cuyo valor es variable y opinable, o de un inmueble vinculado a una deuda como valor dinerario invariable y fehacientemente documentado.

La legislación española protege especialmente al acreedor de una deuda hipotecaria, no solamente con el derecho a ejecutar la garantía, sino que además, como señala el artículo 105 de

6. Contraste de las hipótesis

la Ley Hipotecaria vigente en España, le autoriza a disponer del resto del patrimonio del deudor hasta cubrir deuda y gastos de la misma, en tanto que “responsabilidad personal ilimitada”.

La clasificación de un crédito como dudoso supone iniciar un proceso que puede desembocar en la ejecución de la garantía, pero también impone la obligación de dotar las correspondientes provisiones según legislación, por parte de la entidad crediticia.

Dichas provisiones afectan a la entidad a través del consumo de recursos propios y, por tanto, a su solvencia.

Es muy difícil revertir la situación de partida en la que se vincularon deuda e inmueble, correspondiente a la originación de un préstamo o crédito hipotecario.

El equilibrio inicial entre los valores financiero e inmobiliario se quiebra, y esto puede ocurrir en el marco de una situación económica que hace que ello se reproduzca en muchos casos y de forma prácticamente coincidente.

Se generan pérdidas tanto si se venden activos como si se provisiona.

Esto obliga a escoger de entre las alternativas disponibles, la que menos afecte al resultado.

Es una situación en la que las decisiones no se toman por la mejor opción de entre las posibles, sino por la menos mala. Se trata del “mal menor” como criterio.

Aceptando que cualquier opción supone pérdidas, se escoge la que penaliza menos los resultados.

Existen tres líneas de actuación principales para tomar una decisión:

- Recurrir a lo legalmente posible y previsto, como son las ejecuciones hipotecarias, con el consiguiente riesgo reputacional que ello supone y, en algunos casos, el poco rendimiento económico que representa incorporar los inmuebles al balance.
- Incorporar los activos inmobiliarios en el balance, por compra en concepto de saldar la deuda.
- Transferir los créditos dudosos a quien pueda estar interesado en su gestión.

La valoración de los activos en el balance puede seguir diferentes criterios.

El reconocimiento de pérdidas, según sea el criterio de valoración de los activos (valor razonable, valor de mercado, valor contable, valor de tasación, valor de inversión), puede reflejar diferentes importes. Pero, en cualquier caso, se trata de pérdidas que aparecen en la cuenta de resultados y en el balance.

El riesgo

Todo ello pone en relación conceptos como la propia dinámica de un sector unido a otro a través de sus activos, las valoraciones, el riesgo, los eslabones de transmisión y contagio (con el posible riesgo sistémico o riesgo moral), y, en definitiva, la actuación de quienes toman decisiones (o las aconsejan) desde el punto de vista de su capacidad profesional y desde su calidad ética.

6. Contraste de las hipótesis

En resumen, una vez descompuesto el equilibrio original entre activos financieros e inmobiliarios cualquier opción genera pérdidas. Tanto si se venden activos, como si se mantienen en el balance provisionándolos, se penalizan los resultados de la entidad crediticia.

El método que se aplique para valorar los activos en el balance puede afectar al importe de los mismos y, por tanto, a todos los procesos, financieros y contables, que de ellos se deriven.

La complejidad que existe en la interrelación de todos los activos y el diferente valor de los mismos dificultan la toma de decisiones, incluso disponiendo de un mercado al que transmitir deuda, inmuebles o directamente riesgo.

6.1.7 La cobertura de riesgos como activo negociable

El “riesgo de crédito”, que usualmente se conoce como incumplimiento o “*default*”, supone una pérdida derivada del incumplimiento de sus obligaciones de una de las partes, ya sea en el importe o en el plazo acordado.

También, y de una manera que interesa mucho a esta investigación, el “riesgo de crédito” puede estar relacionado con la variación (especialmente la disminución) del valor de los activos.

Así pues, el riesgo crediticio, ligado en nuestro caso a la deuda con garantía inmobiliaria y a las inversiones a las que se destina, puede tener su origen en el incumplimiento del contrato, o en la reducción (variación) del valor de las garantías.

Y lo que hace especialmente rígida la vinculación entre los sectores, en lo referente a crédito con garantía, no es estrictamente el incumplimiento, pues se trata de una situación que ya ha sido prevista en la propia disponibilidad de garantías o en la posibilidad de refinanciación en base a nuevas garantías. Lo que ancla un sector al otro y hace realmente difícil reducir el porcentaje de exposición es exactamente la variación del valor de los activos, pues el desequilibrio respecto del original obliga a adoptar medidas costosas y, en cualquier caso, dotar provisiones.

Activos de cobertura

Al negociarse en mercados secundarios, la propia cobertura de riesgos se convierte en un activo. Como todo activo que se negocia, incorpora un riesgo. En este caso, la cobertura de riesgos se efectúa a través de activos con su propio riesgo, derivado de su propia naturaleza (cubrir riesgos de activos que pueden incorporar un elevado grado de riesgo) o de la solvencia de las entidades que emiten dichos activos (las compañías financieras de aseguramiento).

Ello conlleva que la misma cobertura de riesgos puede constituir un riesgo, o generar uno aún mayor.

Un instrumento financiero desarrollado en EEUU, denominado CDS, destinado a dar cobertura a títulos que fundamentalmente incorporan en su interior créditos hipotecarios cuyo subyacente está garantizado por inmuebles, llegó a tener un valor total de 62,2 billones de dólares en 2007, pese a que es unánime la afirmación, por parte de académicos y financieros, que es muy difícil su valoración.

Este instrumento financiero (*Credit Default Swaps*, CDS), creado para asegurar el riesgo de impagos de los nuevos derivados de crédito, permitió que nuevos actores, como las compañías

6. Contraste de las hipótesis

de seguros, entraran en el mercado de derivados. Mientras no se produjeron impagos los CDS se convirtieron en un excelente negocio, de un volumen extraordinario, muy superior a los 10 billones de dólares que gestionaba la banca norteamericana en activos.

Pero al aparecer los primeros *defaults*, la naturaleza del instrumento financiero citado y, en gran medida, el extraordinario volumen económico que incorporaban, podía tener unas consecuencias de imposible solución a corto o medio plazo. Así ocurrió con las empresas de aseguramiento denominadas “*monolines*”, cuyas dificultades afectaron al resto de la cadena de inversión y financiación cubierta con CDS.

¿Cómo se ha desarrollado un mercado tan grande, si no hay unanimidad en el método para valorarlo?

Probablemente porque lo que hemos presentado como el *leitmotiv* de la inversión y la financiación, es decir las características o incluso la función intrínseca de los activos, acaba disolviéndose y los activos se transforman en atractivos por sí mismos, es decir, por lo que representan, tanto en rentabilidad como en riesgo. Por ello son objeto de negociación, evaluando riesgo y rentabilidad, que determinan su valor.

Riesgo, en definitiva, es probabilidad de ganar o perder, y eso también puede aplicarse a la actividad que se desarrolla en un casino.

Atendiendo a lo expuesto, podemos concluir que la cobertura se convierte en un riesgo, que se negocia y se asume como un activo más. En tanto que activo, el riesgo puede ser valorado.

6.1.8 Resumen y conclusiones

De lo tratado acerca del **valor como vínculo entre activos inmobiliarios y financieros**, se resumen a continuación algunas ideas que entendemos interesa agrupar.

El valor de los activos, en este caso inmobiliarios, es el que limita el máximo a conceder en un préstamo o crédito hipotecario.

El valor es una opinión, y responde a un futuro que también “es opinable”. Eventualmente, puede ser alterado con prácticas incorrectas o incentivos perversos.

El valor de los activos es el que obliga a dotar provisiones y el que determina el importe de las mismas.

Es el valor de los activos, en determinadas situaciones y marcos regulatorios, el que puede promover la decisión de vender una cartera de créditos (en este caso dudosos).

El valor, como componente del cálculo de un ratio financiero, es el que propone titular para fines distintos a la obtención de liquidez o transferir riesgo, dado que este tipo de operación permite mantener o mejorar el coeficiente de solvencia al extraer activos del balance.

El valor de los activos puede lucir en el balance de las organizaciones como valor contable, valor de mercado, o valor razonable, siendo por tanto su naturaleza la que puede influir en la imagen financiera de una organización.

En lo que respecta al **valor como principal impedimento de la desvinculación entre activos**, pueden citarse aquí las siguientes ideas ya expuestas anteriormente.

6. Contraste de las hipótesis

El deudor no es tenido en cuenta ni informado sobre eventuales titulizaciones o cesiones de su préstamo o crédito, lo que implica que puede disponerse de su inmueble, de su contrato y de su deuda. Por tanto, si los participantes en una operación no son la causa de que resulte posible o conveniente revertir la vinculación existente entre activos, ésta debe provenir de los propios activos, lo que traslada la cuestión a la relación entre el valor de una deuda, el valor de su garantía y el valor de sus provisiones (o cualquier otro tipo de coberturas).

Los riesgos se convierten en valor que puede negociarse en los mercados. Se trata de un ejemplo, en este caso el más extremo, en el que el valor de un activo resume sus características sin necesidad de detallarlas.

El valor dificulta la desvinculación entre activos, pues la cadena de vinculación entre ellos se basa en el equilibrio de riesgo y rendimiento que une sus eslabones. Al quebrarse el equilibrio de valores se rompe la estructura basada en el riesgo, rentabilidad y liquidez de sus activos que compartían todos los participantes. Es decir, la variación del valor de los activos que componen la cadena de inversión y financiación supone un nuevo equilibrio, que afecta directamente a los criterios de decisión de quienes operan desde uno u otro extremo de dicha cadena.

Debe existir un equilibrio entre unos valores cuya posible variación no depende de factores externos (como es el caso del crédito), y otros valores que pueden variar por causa externa (como sucede con los inmuebles que sirven de garantía).

En una situación de dificultades en el mercado, o de fin del ciclo, la desinversión puede generar pérdidas, que influyen en la solvencia de las entidades, lo que impide operar libremente con los activos. En el caso de las titulizaciones, supone un evento que modifica los plazos o la regularidad de los flujos dinerarios. Por tanto, la decisión de desvincular los activos no siempre responde a la mejor y deseada opción, sino a la alternativa menos mala, aunque indeseada.

El ajuste del mercado que une el sector financiero con el inmobiliario en el segmento que agrupa los incumplimientos se produce por el valor. Solamente el valor de los activos, ajustado a lo posible, atendiendo al mercado y a la regulación vigente, puede deshacer la rígida unión que el mismo valor había impuesto. El valor ajustado es lo que hace rentables las operaciones de desinversión o de cesión de activos, para quien vende y para quien compra.

En el caso de los créditos dudosos puede producirse un nuevo equilibrio, cuantitativo y cualitativo económicamente, entre el valor a corto plazo del inmueble que acepta un inversor dispuesto a tomar la posición de la entidad crediticia, con el valor a largo plazo correspondiente al riesgo reputacional de las entidades crediticias (probablemente el valor de la confianza).

En definitiva, solamente es posible desvincular los activos, y por tanto sus sectores, asumiendo un desequilibrio que genera un coste que afecta a los resultados y solvencia de las entidades crediticias.

Asumir pérdidas supone disponer de suficientes recursos propios, lo que no se da en operaciones tan apalancadas como las que habitualmente representa el crédito hipotecario. Ello se agrava debido a que los ciclos son siempre de duración inferior al periodo habitual de una hipoteca.

En resumen, solamente el valor motiva a los participantes de los sectores financiero e inmobiliario a formar parte de la cadena de vinculación que los une, dentro de la cual desaparece toda información relativa a cada activo o participante que forman parte de ella y a la

6. Contraste de las hipótesis

que se han incorporado sucesivamente. El valor es lo único que se conoce, pues no se dispone de toda la información, cuya gestión se delega a agencias o aseguradoras especializadas que valoran o califican los activos. Por ello, solamente el valor puede hacer rentable incorporarse a una cadena de vinculación de activos financieros e inmobiliarios, o retirarse de la misma.

6.1.9 Contraste de la hipótesis H1

Contraste de la subhipótesis H1.1, Los activos, financieros e inmobiliarios, quedan vinculados por sus valores.

A partir del conocimiento que aporta el marco teórico y de referencia de esta tesis aplicado a la primera hipótesis, subdividida en dos subhipótesis, es posible observar que en todas las decisiones y operaciones el valor de los activos es la variable determinante.

En la evaluación de préstamos o créditos, y del riesgo de crédito correspondiente, intervienen los prestatarios (deudores) y los inmuebles (garantías hipotecarias).

Las cualidades o características de los participantes en una operación, en su calidad de prestatarios, prestamistas o emisores de títulos, son evaluadas y finalmente clasificadas.

Las características, presentes o futuras, de un bien inmueble son estudiadas y, finalmente, trasladadas a un valor que las resume a todos los efectos.

Al mismo tiempo, determinados parámetros, como pueden ser el tipo de interés o la inflación, afectan directamente a los valores que constituyen el coste de todo tipo de operaciones (que puede entenderse como rentabilidad desde la perspectiva de quien aporta los recursos), el cual se traslada a todos los flujos de fondos. Por flujos de fondos podemos entender las cuotas hipotecarias que debe afrontar periódicamente un prestatario, y los cobros de entidades crediticias o de tenedores de títulos hipotecarios.

Se observa, pues, una relación entre diferentes valores, que sustituyen y representan otras cualidades de los activos, o de acuerdos contractuales, desde el momento de la originación de crédito o de la emisión de títulos.

Ese equilibrio de valores, que relaciona préstamos y créditos hipotecarios con bienes inmuebles y con la solvencia del emisor de titulaciones, puede quebrarse por causas externas a los mismos que, sin embargo, les afectan de manera directa.

En el momento en que se desequilibra el sistema que une todos los factores de la cadena de inversión y financiación, los riesgos deben ser cubiertos con provisiones, cuyo valor atiende también el de los activos, que pueden considerarse a valor de mercado, a valor razonable o a valor histórico.

Se trata, pues, de una vinculación entre diferentes tipos de activos basada en el valor de éstos, de manera que una variación en uno puede afectar a otro o al equilibrio general.

Así pues, desde los criterios presentados en la tesis, y atendiendo a la observación de situaciones presentadas, **la subhipótesis H1.1 de esta tesis, formulada como “Los activos, financieros e inmobiliarios, quedan vinculados por sus valores”, se considera confirmada.**

Contraste de la subhipótesis H1.2, El valor de los activos, financieros e inmobiliarios, puede dificultar o impedir su desvinculación.

6. Contraste de las hipótesis

El contraste entre los criterios derivados del marco referencial, y la constatación de la influencia de los valores en las decisiones tomadas y en la dificultad de revertirlas, se confirma a través de la vinculación entre activos de muy diferente naturaleza y valorados con métodos muy diferentes, que quedan íntimamente ligados por diferentes razones (cobertura de garantías, legislación, incorporación a sucesivos títulos que se negocian en otros mercados, etc.). Todo ello pone en conjunción diferentes valores y diferentes metodologías de valoración, aplicables a diversos activos (inmuebles, préstamos y créditos, títulos) que se ven además influidos por regulaciones locales (caso de la supervisión), que deben conseguir equilibrarse entre sí de una u otra forma.

Se da incluso el caso de coberturas que acaban siendo activos negociables en sí mismos, como si de futuros cuyo subyacente con materias primas se tratara, llegando a incluir riesgo puro como subyacente.

El desequilibrio entre los eslabones de la cadena de vinculación dificulta la reversión de la misma, dado que las consecuencias afectan a los resultados y a la solvencia de la entidad crediticia.

Como se ha expuesto en otro apartado, es posible acceder a la propiedad de un activo inmobiliario a través de la compra de un crédito fallido. En estos casos, los importes de las operaciones no son fieles al valor intrínseco de cada activo, sino a la ecuación que determina qué valor es el menos malo para su gestor, dados los costes que supone mantener un activo en determinada situación en una entidad financiera (afectando a su balance y a sus recursos propios) o en una empresa inmobiliaria (costes financieros elevados, reducción del valor de sus existencias, riesgo de concurso de acreedores).

Los valores, calculados por expertos tasadores o calificadores, o influidos por legislaciones, son los que finalmente deben coincidir con la mejor decisión entre las diferentes alternativas, y permitir la desvinculación entre activos, atendiendo al descuento de sus flujos de fondos futuros. Pero es muy difícil que éstos coincidan con los que sucesivamente han supuesto la adición de eslabones a la cadena de inversión y financiación haciendo viable la vinculación entre los activos que la componen, dado que el valor de algunos ha variado o es susceptible de variar. Por ello, el equilibrio de valores, con sus rentabilidades y riesgos, en el que se ha ido fundamentando la cadena de vinculación se convierte en desequilibrio, si se acepta que aquélla se basaba en decisiones financieramente correctas.

Así pues, **la subhipótesis H1.2 de esta tesis, formulada como “El valor de los activos, financieros e inmobiliarios, puede dificultar o impedir su desvinculación”, se confirma.**

Contraste de la hipótesis H1

Se considera confirmada la hipótesis H1, a través de la confirmación de sus dos subhipótesis. Por ello, esta tesis considera que: La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario es realmente una vinculación entre el valor de sus activos. Los activos quedan vinculados por sus valores que, asimismo, condicionan su desvinculación

6. Contraste de las hipótesis

6.2 Contraste de la hipótesis H2

Acerca de la mayor asimetría de la información que genera la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario.

6.2.1 Introducción

La hipótesis H2 plantea que la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera asimetría de la información, es decir, afecta a una más deficiente información en la toma de decisiones o en la comprensión del asunto a tratar.

Asimismo, cada incremento de vinculación, sea afectando a una determinada tipología de activos, sea por cambios en la legislación, o sea alargando la cadena inicialmente constituida por deuda ligada a un inmueble como garantía, incrementa la asimetría de la información.

Para poder realizar el contraste de la hipótesis H2 se presentan y desarrollan conceptos y casos, sustentados en lo expuesto en el capítulo correspondiente al marco teórico y de referencia, que fundamentan los criterios con los que eventualmente confirmar la hipótesis. Asimismo, al final de algunos de los puntos y apartados que componen este apartado se incluye un resumen recapitulativo de lo tratado.

La vinculación entre activos financieros e inmobiliarios puede producirse en el proceso de originación de crédito hipotecario, a través de titulaciones financieras, y/o a través de sociedades inmobiliarias.

Lo que aquí se entiende por asimetría de la información debe referirse también a toda situación que de la misma pueda derivarse, como por ejemplo la selección adversa o el riesgo moral.

El principal déficit de información proviene de lo que puede suceder en tiempo futuro.

Hacer contratos, en los que es imposible preverlo todo, que deben atar y regular una relación a largo plazo, implica decidir sin el óptimo grado de información. Pero, toda decisión tomada en tiempo presente que afecta a tiempo futuro, sea cual sea, incorpora un cierto grado de déficit de información y, por tanto, de riesgo.

Dicha información puede no estar disponible o puede ser objeto de gestión, con mayor o menor pensión a ser compartida o a que sea veraz.

En la tesis se ha tratado el anclaje entre los sectores financiero e inmobiliario, refiriéndonos a la cadena de vinculación que, a partir del original préstamo o crédito hipotecario, puede incrementar los eslabones que la componen con sucesivas operaciones de titulación o de cobertura de los activos.

Asimismo, se ha comentado la posibilidad de ceder créditos, especialmente en el caso en que éstos sean considerados dudosos.

En ambos casos, el activo vinculado acompaña al que se transmite.

6. Contraste de las hipótesis

La información es de gran importancia, como se ha visto a lo largo de toda esta investigación. Constituye el elemento principal de toda proyección a futuro, entre la que puede incluirse cualquier inversión o la financiación de la misma. La calidad de dicha información puede ser consustancial al tema de que se trate, o puede ser objeto de gestión en lo que a transparencia se refiere.

Parte fundamental de toda decisión, la necesidad de información se incrementa cuanto mayor es la complejidad que debe ser atendida, por lo que la disponibilidad de la misma es tema que también afecta a la regulación. En tal sentido, entendemos imprescindible en algunos casos aportar información para determinadas operaciones o para su supervisión.

La Circular del Banco de España 6/2008, de 26 de noviembre, introdujo la obligación de informar, a partir del 2009, del LTV de los préstamos y créditos hipotecarios de las entidades financieras españolas. Antes no existía dicha obligación y, por tanto, no se disponía de esa información, que aborda un tema tan sensible como es la relación entre la deuda hipotecaria y el valor de su garantía.

6.2.2 La inversión

En diferentes apartados de esta tesis se ha tratado acerca de la inversión y su vinculación con los instrumentos de financiación. Asimismo, se ha abordado la inversión inmobiliaria, desde la perspectiva de la valoración de sus activos y desde la consideración de eventuales participaciones societarias del sector financiero en el inmobiliario.

Toda inversión supone una decisión, **en tiempo presente**, de dedicar determinados recursos, propios o ajenos, a un proyecto, del que se espera obtener, **en el futuro**, la rentabilidad que confirme las previsiones que motivaron aquélla.

Invertir es una decisión que supone riesgo, por lo que disponer de la máxima información, influye notoriamente en su mejor planteamiento y en una mayor fundamentación de las decisiones.

Se entiende que el mercado en el que se opera y las entidades que lo regulan y supervisan deben potenciar que quienes deciden en invertir en ese entorno o financiar sus operaciones dispongan de la mejor información.

Sin embargo, y en relación directa con la discusión de la hipótesis H2, que estudia la posible causalidad entre la vinculación de los sectores financiero e inmobiliario y la asimetría de la información, no siempre se dispone de la información suficiente, o no siempre ésta se corresponde con lo que la actividad inversora y financiera demanda.

Para ilustrar lo que se expone, y como ejemplo que permite evaluar la información de que puede disponerse en inversiones inmobiliarias, a continuación se describe un caso real.

Ningún ejemplo puede ser tan ilustrativo de lo que aquí se pretende, como la venta de una empresa inmobiliaria o su salida a bolsa, operaciones que reúnen todo lo que se refiere a inversión inmobiliaria, y todo lo referente a la obligada información que debe aportarse a los futuros accionistas.

La venta de una empresa, o de parte de la misma, puede hacerse directamente a un inversor, que podrá solicitar la información que estime necesaria, o a través de una venta pública para su

6. Contraste de las hipótesis

posterior cotización en el mercado de valores, en cuyo caso la información de que disponen los inversores es la que ofrece el Folleto Informativo de la OPV.

Como estamos tratando de la asimetría de información, entendemos de gran importancia conocer lo que fundamenta el valor de una empresa, para poder decidir si invertir o no, o si aquél es el correcto.

Para ejemplificar lo comentado, se ha elegido la última OPV (Oferta Pública de Venta) llevada a cabo en el sector inmobiliario antes del 9 de agosto de 2007, que en esta tesis hemos considerado, como la simbólica frontera que señala el inicio de la crisis, o el fin de un ciclo.

Nos referimos a la OPV de Realia, sociedad participada en el momento de su salida a bolsa por una entidad crediticia española y una empresa constructora. El Folleto Informativo de la operación (CNMV, 2007) se puede consultar en la siguiente dirección:

<http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/FolletosEmisionOPV.aspx?fechaDesde=01/01/2007&fechaHasta=31/08/2007&page=6>

No comentaremos aquí toda la información contenida en el Folleto Informativo, sino solamente aquella que hace referencia al valor de la empresa y, por tanto, al valor de las acciones que se ofrecen al mercado inversor. Tampoco interesa a esta investigación la evolución posterior de la cotización de la acción tras la OPV, pues se entiende que lo que ahora es fácil consultar en gráficos bursátiles no se podría saber en esa fecha, pues es imposible que el emisor y los inversores conozcan el futuro.

De esta OPV nos interesa especialmente destacar la información que se ofrece a un inversor, pues es la que permite tomar decisiones ante la oferta pública de venta de una empresa y respecto al precio de sus acciones.

Una sociedad inmobiliaria se valora con el NAV (*Net Asset Value*), que es el valor de mercado de sus activos o GAV (*Gross Asset Value*), menos sus deudas netas.

El GAV es el valor bruto de los activos de esa inmobiliaria, sean éstos considerados como inversiones inmobiliarias (es decir, inmuebles en explotación) o existencias (edificios en construcción y suelo).

Por deudas netas entendemos las cuentas a pagar menos las cuentas a cobrar, la tesorería, los préstamos y créditos, y las operaciones comprometidas

En este caso, la deuda existe ya en la empresa, debidamente contabilizada, por lo que lo realmente relevante es el GAV, que es **el valor de los activos**. Éste lo determina una empresa valoradora, lo que, en definitiva, le concede la mayor responsabilidad en lo referente al valor de la empresa y, por tato, de la inversión que deben hacer sus compradores.

Es decir, la empresa que valora los activos de la sociedad que va a salir a bolsa es la que aporta la información más relevante para todas las partes.

Como se ha mencionado antes, en esta organización inmobiliaria se daba el caso de que antes de la OPV sus dos accionistas eran una entidad de crédito española y una gran empresa de la construcción española, lo que ejemplifica las relaciones, o vinculación, que pueden existir entre diferentes agentes, que son objeto de estudio en esta tesis. Dado que el ejemplo ha sido seleccionado únicamente por ser la última OPV antes del final del ciclo, no se aborda aquí el

6. Contraste de las hipótesis

tema de las participaciones de un sector en otro, sino estrictamente el contenido informativo del Folleto de la OPV, en lo que a valor se refiere.

La información se ofrece a través del Folleto Informativo de la OPV ya comentado, que puede consultarse en el sitio web de la CNMV (www.cnmv.es) al que hemos accedido, en fecha 26 de agosto de 2015, para documentar esta referencia.

El registro de la OPV en la CNMV es de fecha 18/05/2007, con número de registro oficial 8734, catalogado en el apartado de Folletos de emisión y OPV.

Entendemos que el Folleto Informativo, congruentemente con la función que su nombre le asigna y con la regulación que ampara la inversión de futuros accionistas en una empresa que nunca ha cotizado antes, debe incorporar la máxima información acerca de la empresa y respecto al valor que se solicita a un inversor.

La transparencia y el mejor servicio a los futuros accionistas (propietarios de la empresa), entendemos que debe motivar la publicación de la mayor y mejor información posible.

Por ello, nos interesa conocer el valor y, sobre todo, lo que fundamenta dicho valor. Esta información puede encontrarse en la página 13 del Folleto Informativo, en la cual se manifiesta que:

A petición de la Sociedad, CB Richard Ellis, tasadores externos independientes, ha valorado sus activos inmobiliarios en alrededor de 6.386.009 miles de euros a 31 de diciembre de 2006. Con todo, esa tasación se fundamenta en numerosas hipótesis sin confirmar y podría diferir considerablemente del tipo de valoración que un prestamista hipotecario en España tendría que elaborar o encargar. Además, la valoración de algunos activos inmobiliarios significativos podrían haber variado desde esa fecha.

Fuente: CNMV (2007) Folleto Informativo OPV Realia

Figura 6.10 Fundamentación del valor de los activos de una OPV

Se trata de una manifestación que soporta una valoración de 6.386.009 miles de euros, es decir 6.386 millones de euros, refiriéndose a *“numerosas hipótesis sin confirmar”*, que *“podría diferir considerablemente del tipo de valoración que un prestamista hipotecario en España tendría que elaborar o encargar”* y que, además, a fecha de OPV *“la valoración de algunos activos inmobiliarios significativos podrían haber variado”* de la que se anuncia.

La única información en todo el Folleto Informativo de la salida a bolsa de una organización inmobiliaria, y del valor de sus activos que, de hecho, constituye la base del valor de la empresa, se fundamenta, pues, en *“numerosas hipótesis sin confirmar”*.

Se trata de una explicación, sin acompañarla de mayor detalle, que pudiera también aplicarse a una previsión meteorológica o al resultado de una competición deportiva aún por celebrarse.

Debe considerarse probada la capacidad de quienes valoran los inmuebles de una empresa, dado que se delega en ellos la gestión de determinada información a la que no se tiene acceso. Una situación similar es la que ejemplifican muchas emisiones de activos financieros descritas en la tesis, especialmente en EEUU, en las cuales la única información de que disponen los inversores es su rating, emitido por agencias de calificación.

6. Contraste de las hipótesis

Es decir, hemos de considerar probada la solvencia profesional de quienes efectúan la valoración, cuyos honorarios son abonados por quien promueve la OPV.

Ello nos traslada al escenario en que el valor de Realia, es decir lo que se va a pagar por sus acciones, se considera suficientemente fundamentado en una Oferta **Pública** de Venta con la simple apelación a numerosas hipótesis sin confirmar.

Realia, según este informe, a 31/12/2006 tiene un GAV (*Gross Asset Value*) de 6.386.009 miles de euros, y un NAV (*Net Asset Value*) de 3.033.237 miles de euros. También se informa de que el NAV por acción es de 10,94 euros por acción (3.033.237 miles de euros dividido por el número de acciones de la sociedad).

Como se desprende del párrafo anterior, lo que debe pagarse por la acción en esta OPV, o lo que valdrá el patrimonio en acciones del inversor, se determina a partir del NAV. Y el NAV se determina a partir del GAV. Y el GAV se determina a partir de las “*numerosas hipótesis sin confirmar*” de la empresa valoradora.

Es decir, el valor de Realia, y, por lo tanto, el de cada acción, se determina en base a la valoración realizada por los “tasadores externos” citados en el Folleto Informativo.

Ello confirma, una vez más, la importancia de la agencia valoradora en la determinación del importe total, que será dividido en las acciones que se estime conveniente emitir.

Sin conocer con detalle el desarrollo de la operación, puede citarse a Suárez (2011) cuando se refiere a “*la dependencia de las tasadoras del negocio aportado por las entidades financieras*”. En el caso que nos ocupa, la entidad valoradora ejerce, además, la actividad de consultora inmobiliaria internacional, intermediando en transacciones inmobiliarias, lo que entendemos fue objeto de prevención ante cualquier posible conflicto de intereses.

A nuestro entender, una salida a bolsa, a la que van a concurrir miles de inversores privados que confían en la correcta práctica valoradora, debería estar más fundamentada o documentada. Asimismo, desde la prudencia de este estudio, y atendiendo a la necesaria protección de la información que debe acompañar toda inversión, en este caso información pública y publicada, entendemos que debe ser objeto de una mayor supervisión.

En el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos. El capítulo I del citado RD 1310/2005, en su artículo 16, que se reproduce a continuación, expone los requisitos que debe cumplir un Folleto Informativo (el subrayado es nuestro):

Requisitos del Folleto Informativo

Artículo 16. Contenido del folleto informativo.

1. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 27.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, el folleto incluirá la información relativa al emisor y a los valores que vayan a ser admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español o en un mercado regulado domiciliado en la Unión Europea. El folleto contendrá toda la información que, según la naturaleza específica del emisor y de los valores, sea necesaria para que

6. Contraste de las hipótesis

los inversores cuenten con datos suficientes para poder hacer una evaluación de los activos y pasivos, la situación financiera, los beneficios y las pérdidas, así como de las perspectivas del emisor y eventualmente del garante y de los derechos inherentes a tales valores. Esta información se presentará en forma fácilmente analizable y comprensible. Por orden ministerial que desarrolle el artículo 27.4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, se establecerán las excepciones a la obligación de incluir determinada información en el folleto. En particular, cuando los valores estén garantizados por un Estado miembro de la Unión Europea, el emisor, el oferente o la persona que solicita la admisión a negociación en un mercado regulado tendrán derecho a omitir información sobre el garante.

En resumen, se trata de una OPV en la que el valor solamente se justifica en “hipótesis sin confirmar”, siendo éstas incuantificadamente “numerosas”.

Respetando la confidencialidad de un informe de valoración, el hecho de no aportar información acerca del proceso de valoración (más allá de lo comentado) supone una total dependencia de la solvencia profesional y ética del valorador.

En el mismo Folleto Informativo, en lo referente a precios, en la página 186 se indica lo siguiente:

Precios resistentes a la baja: Los precios de la vivienda son muy resistentes a la baja debido a la inelasticidad de la oferta provocada por las ineficiencias del mercado del suelo, el alto porcentaje de viviendas en propiedad (aproximadamente 90%) y su empleo como producto de inversión.

Fuente: CNMV (2007) Folleto Informativo OPV Realia

Figura 6.11 Argumentación acerca de precios de la vivienda en una OPV

En este párrafo, publicado en fecha 18/05/2007, se reivindica la fortaleza de los precios de la vivienda, calificándolos de “*precios resistentes a la baja*”. Solamente puede hacerse una afirmación así desconociendo los ciclos anteriores del sector inmobiliario en España, o sin tener constancia de la situación en otros países.

Ignoramos si el criterio aplicado a la determinación del valor de los activos de la sociedad que va a salir a bolsa a través de una OPV es el que fundamenta asimismo la afirmación que otorga resistencia a los precios de la vivienda, pero en ambos casos entendemos que es una información poco o nada relevante para tomar una decisión de inversión, tres meses antes de que BNP Paribas reconozca que no le es posible calcular el valor liquidativo (precisamente el NAV) de tres de sus fondos.

Estimar en el Folleto Informativo de una OPV un valor de 6.386 millones de euros, argumentándolo con “*numerosas hipótesis sin confirmar*” (de las que no se menciona ninguna), no aporta ninguna información relevante. Y si una de esas “*numerosas hipótesis sin confirmar*” es la que adjudica “*precios resistentes a la baja*” a los precios de la vivienda, deberíamos **conocer más acerca de la solvencia profesional y técnica de quien redacta, supervisa o aprueba, tales manifestaciones.**

Hemos de suponer que se trata de una información que proviene de un involuntario error no subsanado por parte de quienes promueven o supervisan una OPV, dado que entendemos que la

6. Contraste de las hipótesis

complejidad de una operación societaria y bursátil como la que nos ocupa está gestionada por profesionales de muy alta cualificación, que conocen perfectamente la evolución de los precios de los activos que representan la actividad de la empresa cuya venta se ofrece públicamente, y la capacidad de resistencia de los mismos.

En cualquier caso, existe la duda de si el hecho de incluir la frase que hace referencia a “*precios resistentes a la baja*” aporta credibilidad al Folleto Informativo de una OPV. En todo caso, sin que ello suponga juicio de ningún tipo, los diferentes ciclos económicos conocidos habrían podido demostrar, antes de la fecha de OPV, que no existen motivos para afirmar que los precios de la vivienda son resistentes a la baja. Nunca lo han sido, ni se conoce cuál es el factor que les otorga tal resistencia.

Como resumen, puede observarse, a partir de un ejemplo real, de entre los muchos disponibles, que el principal valor de una inversión no ofrece la suficiente información a partir de la cual se fundamenta.

Argumentar el valor de una empresa en “*numerosas hipótesis sin confirmar*” es una obviedad y, al mismo tiempo, una ambigüedad, dado que no se especifica la naturaleza de las mismas. Se entiende que para valorar cada uno de los activos de una empresa deben efectuarse hipótesis, que implícitamente forman parte del valor de la empresa propietaria, pero para un inversor que desconoce el funcionamiento de un sector, o de los activos del mismo, comprometer recursos sin tener información suficiente supone delegar totalmente su decisión en la solvencia profesional y ética de los valoradores, o de quienes aprueban la argumentación del informe.

La información es muy valiosa, por lo que debe ser gestionada con rigor y fiabilidad, especialmente cuando se propone la inversión en un nuevo proyecto.

6.2.3 El crédito hipotecario

La regulación no ha impedido que se formalizaran operaciones con muy altos riesgos o con un apalancamiento muy alto.

Las principales fuentes de riesgo de crédito son la capacidad del prestatario de cumplir con sus obligaciones en el futuro, y la posible variación del valor del inmueble que sirve de garantía a un crédito.

Disponer de la mayor información, y actuar con la debida prudencia, puede reducir riesgos futuros.

Sin embargo, en los momentos de auge de un ciclo inmobiliario puede existir una gran demanda de financiación, que favorezca una oferta más accesible al crédito hipotecario.

En España, en el ciclo que podemos datar entre el 1997 y el 2007 ha habido una gran liquidez y unos tipos de interés muy bajos (que incluso llegaron a ser negativos durante algunos años, una vez descontada la inflación). Ello, unido a la competencia de las entidades crediticias y a su interés en incrementar su presencia con una mayor extensión de su red, tal vez persiguiendo una pretendida diversificación geográfica, contribuyó a la generación de una oferta todavía más agresiva, en volumen de crédito concedido y en sus condiciones.

Dado que la financiación hipotecaria permite crear relaciones a muy largo plazo entre deudor y acreedor, o dicho de otra manera, entre cliente y entidad crediticia, se primó la captación de

6. Contraste de las hipótesis

cuota de mercado a través de la concesión de hipotecas.

Uno de los principales canales de distribución de financiación hipotecaria durante los años del referido ciclo de 1997-2007, ha sido la subrogación de compradores de viviendas al crédito concedido a los promotores para edificar. En este sentido, debe mencionarse la liberalidad adoptada al conceder financiación a promotores, en ocasiones con carencia durante todo el proceso de construcción, o incluso financiar la compra de suelo (en algunos casos con gran incertidumbre en lo que a su posible edificabilidad se refiere).

Se trata de situaciones, de entre muchas otras que pueden citarse, que pueden incentivar una concesión de crédito hipotecario, con menos rigor del que podría entenderse como prudente o recomendable.

Así, puede juzgarse la concesión de financiación hipotecaria con porcentajes superiores al 80% del valor del inmueble (LTV), que en algunos casos podían llegar al 100% considerando la posible revalorización de su garantía. O la concesión de financiación a empresas inmobiliarias sin ninguna experiencia ni historial, que formaban parte de un sector con unas barreras de entrada muy bajas, lo cual tampoco contribuyó a dotar a la financiación hipotecaria de prudencia.

Por último, dado el determinante papel de las tasaciones hipotecarias en la concesión de préstamos y créditos hipotecarios, por cuanto concretan el límite del importe de la deuda, debe entenderse que pueden existir presiones para obtener los mejores valores o, simplemente, la posibilidad de solicitar una nueva tasación a otra sociedad tasadora, esperando que ésta aporte un mayor valor.

Sin duda alguna, toda decisión presente afecta a los resultados futuros, pero nunca es posible conocer de qué manera. Es decir, no se pueden disciplinar las decisiones presentes en base a la comparación con los resultados que van a producir en el futuro.

Recapitulando lo expuesto, la concesión de préstamos o créditos hipotecarios puede responder a la asunción de un mayor o menor riesgo. Éste puede provenir de la finalidad para la que se concede financiación, de la capacidad de devolución del prestatario, o del valor del inmueble que le sirve de garantía.

Las decisiones acerca de la financiación, con su correspondiente grado de prudencia, corresponden a las personas, no a un proceso científico y técnicamente cerrado de originación.

En este caso, las decisiones sobre la operación de financiación corresponden a quien la solicita, a quien la concede y a quien valora el inmueble que le sirve de garantía, dentro de un marco legal que regula y supervisa el proceso.

6.2.4 La titulización de activos

Como se ha expuesto en otros apartados, la titulización de activos hipotecarios puede dividirse en dos modelos: originar para mantener (*“originate to hold”*) y originar para distribuir (*“originate to distribute”*).

Ha habido unos determinados mercados que han tenido una mayor implicación en el modelo de originar para distribuir, como son, por ejemplo, el norteamericano, el británico y el holandés. Otros en cambio, como el modelo español o el italiano, inicialmente representan la elección del

6. Contraste de las hipótesis

modelo de originar y retener.

El modelo de titulización incide en gran medida en problemas de agencia, dado que el riesgo de crédito de la cartera de préstamos queda desvinculado de la entidad originadora. Esta situación es diferente en cada legislación, siendo menor su incidencia en España, donde no ha sobresalido la titulización que transmite riesgos y que ha sido constituida con ese objetivo final, como se hizo en EEUU, donde prima el modelo “originar para distribuir”.

La posibilidad de trasladar los riesgos de los créditos a un tercero, liberándose por tanto de ellos, puede haber incentivado la concesión de productos financieros hipotecarios de menor calidad o menor rigor en las condiciones de su concesión (Purnanandam, 2011).

Al mismo tiempo, incidiendo en la amplificación de este tipo de operaciones, en casos de insuficiente rigor los eventuales conflictos de agencia pueden aparecer, o incrementarse, a través de un determinado sistema de incentivos, basado en una retribución por objetivos más cuantitativos que cualitativos.

A todos los efectos, esta tesis pretende recordar que todas las acciones, fruto de decisiones incentivadas o no, informadas o no, van acompañadas de la identificación de quien las ha efectuado, normalmente rubricada con una firma. Y esas decisiones, argumentadas o no, pero siempre nominativas, suelen requerir de una autorización o revisión en un ámbito superior que, también, va acompañada de rúbrica.

Ejecutar y rubricar, con recursos ajenos, solamente es posible si el sistema lo permite, si se está dentro de la legalidad o, cuando menos, de la estrategia impulsada por la entidad de que se trata.

Es decir, la cadena de operaciones está determinada por una **cadena de decisiones**, tanto en su acción como en su supervisión.

6.2.5 El modelo de originar para distribuir

El modelo de originar para distribuir no se ha desarrollado de forma notoria en España, pero su discusión aquí permite conocer su gestión dentro de un determinado marco legal.

Este modelo, especialmente desarrollado en EEUU, puede suponer respecto al modelo de originar para mantener, común en España, una menor alineación entre los intereses del emisor de los títulos respecto a los demás participantes del proceso, especialmente el deudor hipotecario y el inversor que los adquiere.

Los motivos de ese menor compromiso con los intereses de terceros pueden abarcar diferentes aspectos que se desarrollarán aquí, pero a título especialmente introductorio se destacan dos motivos.

El primero atiende al hecho de que el originador del préstamo o crédito hipotecario, que coincide con el futuro emisor de su titulización, no mantiene la deuda titulizada en su balance, lo que puede incentivar una menor exigencia en la evaluación de la posible morosidad futura del deudor. Se trata de una situación que puede entenderse como un ejemplo de selección adversa.

El segundo motivo remite al hecho de que la cesión a un tercero de la administración de los préstamos o créditos de la cartera titulizada afecta a la garantía de la calidad en esa gestión, lo

6. Contraste de las hipótesis

que puede implicar un mayor riesgo que incida en la rentabilidad de los títulos. Se trata de un caso de riesgo moral.

Las dos posibles ocurrencias citadas, de selección adversa y de riesgo moral, constituyen situaciones relacionadas con la asimetría de la información.

A efectos estrictamente financieros, y sin ninguna predisposición previa, el modelo “*originate to distribute*” puede ser mucho más eficiente que el modelo “*originate to hold*”, aunque son imprescindibles un funcionamiento excelente de las agencias de calificación y unos incentivos correctos a todos los agentes implicados.

Si la información de que se dispone es suficiente y de calidad, o si no existe ningún incentivo incorrecto, la calificación de un título financiero debería transmitir todo lo que refleja ese título, especialmente en lo que a composición de activos y riesgos se refiere. Esto permite un funcionamiento eficaz, remunerando con rentabilidad a todas las partes, y aportando liquidez que, a su vez, puede financiar nuevas inversiones.

La información disponible y la que se administra tienen gran importancia para describir y calificar una inversión, en este caso un título hipotecario.

Siguiendo el argumento antes expuesto de Purnanandam (2011), el modelo de originar para distribuir puede incentivar un menor rigor en el análisis de riesgos, al conceder créditos con garantía hipotecaria por parte de entidades originadoras que no van a mantener en su balance esa deuda y su riesgo asociado, es decir, puede promover la concesión de créditos de insuficiente calidad crediticia.

En la emisión de títulos pueden existir problemas de relación de agencia o principal-agente, a través de las calificaciones otorgadas por las agencias de rating, que disponen de insuficiente información y de poco tiempo de estudio en situaciones de gran apremio.

A efectos de conocer la importancia que ello puede tener, interesa poner de relieve que las agencias de rating han emitido calificaciones con información muy genérica, referida a préstamos y créditos ya aprobados de cuyo proceso de concesión no siempre se ha dispuesto de la suficiente información (Purnanandam, 2011). Debe señalarse, a este respecto, que evaluar la buena calidad del LTV (“*loan to value*”) de una cartera crediticia no permite deducir que la capacidad de devolución de los prestatarios sea de similar seguridad, lo que en ocasiones puede relajar los criterios que la fundamentan.

En definitiva, el objetivo de transmitir esa deuda hipotecaria titulizada, unido a la demanda existente en el mercado inversor, reducen el rigor en la evaluación de las condiciones para su concesión, pudiendo incluso incentivar la cantidad de títulos emitidos en detrimento de la calidad de los mismos.

Las siete fricciones

Ashcraft y Schuermann (2008) describen siete fricciones (“*7 Frictions in Subprime Mortgage Credit Securitization*”) observadas a lo largo de la cadena de titulización, principalmente derivadas de problemas de información asimétrica, que se verifica también en casos de selección adversa y de riesgo moral (Martín, 2012).

Estas siete fricciones ilustran en gran medida la imbricación entre la titulización hipotecaria y

6. Contraste de las hipótesis

determinados fallos de mercado que afectan a éste y por tanto a la relación entre las partes. Hacen referencia especialmente al modelo de originar para distribuir, no muy desarrollado en España.

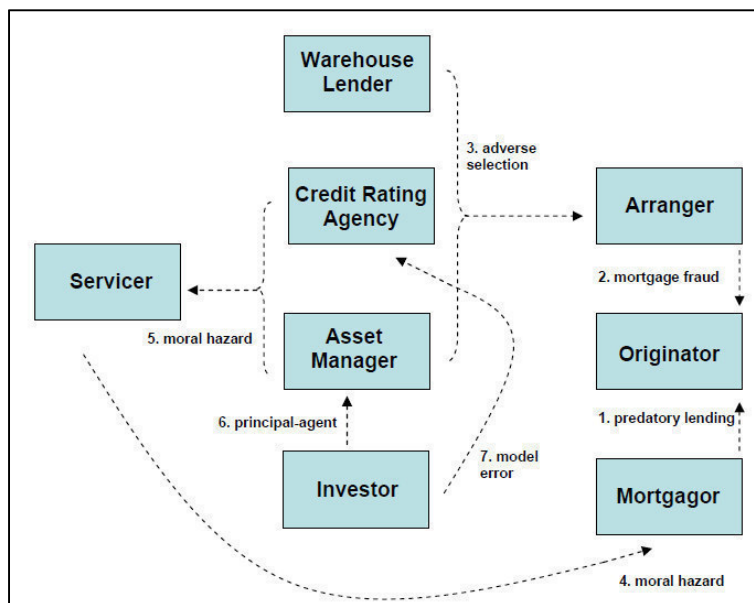
A continuación se presentan las siete fricciones, para su posterior comentario.

1. “*Predatory lending*”, o préstamos abusivos. Su tesis se basa en el insuficiente conocimiento financiero de quienes solicitan un préstamo, lo que puede incentivar al prestamista a no proponer el mejor producto financiero para el deudor, siendo sin embargo rentable para aquél. Basada en información asimétrica, se trata de una actitud oportunista por parte de quien finalmente no va a asumir el riesgo de impago, al titularizar y distribuir esa deuda.
2. “*Mortgage fraud*”, o fraude hipotecario. Este caso puede darse entre la entidad originadora y el agente estructurador de la titulización, dado que aquélla dispone de mucha más y mejor información acerca del prestatario que la que pueden tener otras terceras partes en el proceso. En España suelen ser las sociedades gestoras de los fondos de titulización las que efectúan esta función de diseñar la estructura de la titulización (Catarineu y Pérez, 2008). Se trata, nuevamente, de un caso de información asimétrica.
3. El agente estructurador, titulizando la deuda, dispone de mayor información acerca de la calidad de los préstamos y sus prestatarios que cualesquiera terceras partes implicadas. Ello puede ser un incentivo para titularizar los préstamos de menor calidad o mayor riesgo en su cobro, es decir desvincularse de ellos, reteniendo los de mayor calidad o aplazando su titulización. Se trata de un caso de selección adversa, derivada una vez más de una situación de asimetría de la información.
4. Con el objetivo de mantener el valor de un inmueble, que tiene una gran importancia dado que se trata de la garantía de un préstamo, deben invertirse fondos en contratar seguros y en un adecuado mantenimiento. Pueden darse comportamientos incorrectos, que desincentiven ese interés en mantener la propiedad. Se trata de un caso de riesgo moral.
5. Al objeto de prolongar al máximo el tiempo en el que un préstamo hipotecario está en la cartera del administrador del préstamo dada la rentabilidad que ello le supone, éste puede sentirse incentivado a modificar los términos de préstamos morosos, al objeto de retrasar tanto como sea posible la información o su ejecución. Todo ello puede afectar a los resultados de los inversores e influir en los análisis de las agencias de rating, sin que suponga riesgo alguno para el administrador de la cartera. Es un caso, nuevamente, de riesgo moral.
6. Mientras los inversores aportan fondos a títulos respaldados por hipotecas, el gestor del fondo puede no estar suficientemente incentivado a compartir los objetivos de aquéllos. Se trata de un problema de relación de agencia o de principal-agente.
7. El coste de la calificación de un título financiero otorgada por la agencia de rating correspondiente va a cargo del gestor, no de los inversores, lo que puede originar errores. Se trata, sin duda, de un posible conflicto de intereses, muy citado en procesos de estructuración de activos.

En el mismo artículo, Ashcraft y Schuermann (2008), incluyen un esquema de las siete

6. Contraste de las hipótesis

fricciones.



Fuente: Ashcraft y Schuermann (2008)

Figura 6.12 Participantes y fricciones clave en la titulización del crédito hipotecario *subprime*

Como se ha expuesto, Ashcraft y Schuermann (2008) describen un proceso aparentemente muy técnico, basado en transmisión de rentabilidad y riesgo, en el que se detectan problemas de agencia, de información asimétrica, de selección adversa, de riesgo moral, y de conflicto de intereses. Es decir, en la titulización pueden presentarse **diferentes fallos de mercado, todos ellos relacionados con la disponibilidad de información** por una u otra de las partes que intervienen.

Se trata de un **proceso en el que intervienen muchas personas y, por tanto, muchos intereses que no tienen por qué coincidir**. Es decir, conviven diferentes incentivos, algunos de ellos no suficientemente alineados con los objetivos de un óptimo proceso de titulización.

En las siete fricciones expuestas (Ashcraft y Schuermann, 2008) puede efectuarse un análisis ético de la conducta de quienes aprovechan su ventaja, al disponer de mayor información o de una cobertura de riesgos, en detrimento de quienes no disponen de ella. Se trata, independientemente de criterios técnicos o jurídicos, de un caso en el que una de las partes se toma todas las ventajas que el sistema y la regulación permiten, básicamente por la existencia de información asimétrica, sea previa o provocada, que vulnera principios éticos como la prudencia, la justicia y la veracidad.

La información asimétrica, en el proceso descrito, puede ser la causa de la complejidad en la que deben celebrar contratos las diferentes partes, o puede entenderse también como consecuencia de un proceso en el que intervienen diferentes agentes y que observa una gran opacidad.

6.2.6 La titulización de activos en España

A pesar de que el modelo de originar para distribuir no se desarrolló explícitamente en España,

6. Contraste de las hipótesis

ello no ha impedido que también en nuestro país se formalizaran operaciones con muy altos riesgos o con un considerable apalancamiento.

La legislación sí permitió la titulización consistente en trasladar los riesgos fuera del balance, a partir de la Ley 19/1992, de 7 de julio, regulando la titulización de las Participaciones Hipotecarias (PH).

Si las instituciones financieras no incurrían en riesgos excesivos al conceder préstamos o créditos hipotecarios, y atendiendo a que no había intención de transmitirlos fuera de balance, ¿cuál ha sido el motivo de asumir, en algunos casos, riesgos, eventualmente altos, e incluirlos en el propio balance?

El proceso de titulización de instrumentos financieros, especialmente la titulización hipotecaria, ha devenido un auténtico mecanismo de obtención de liquidez y, en menor medida en España, de transferencia de riesgo.

Transferir deuda hipotecaria generada por entidades originadoras, con su colateral inmobiliario, a inversores ajenos al “contrato original”, es decir al convenido entre el deudor y la entidad originadora, supone eliminar aquélla del propio balance.

Indudablemente este proceso tiene un coste, o una pérdida de la rentabilidad inicial para la originadora, pero le permite disponer de nuevos fondos que estaban comprometidos hasta ese momento, y en algunos casos reducir riesgos.

Disponer de mayor liquidez, posibilita iniciar de nuevo el proceso de concesión de crédito. Probablemente, la facilidad que aportó la titulización, como mecanismo para incorporar liquidez, permitió atender mayores demandas de deuda.

Sin duda, como se ha expuesto anteriormente, la transmisión de riesgos no ha sido igual en Estados Unidos que en España, donde las entidades originadoras han retenido un tramo de primeras pérdidas (Alegre, 2008).

De la misma manera que la posibilidad de poder trasladar riesgos y desligarse de ellos, en mayor o menor grado, puede convertirse en un incentivo que aliente la concesión de préstamos hipotecarios de menor calidad que la que debería contemplarse en rigor.

Sin duda, la titulización de préstamos y créditos hipotecarios ha supuesto una de las fórmulas de financiación, es decir, de obtención de liquidez, más utilizadas en el sector financiero español.

La disponibilidad de liquidez procedente de mercados mayoristas, que absorben títulos hipotecarios españoles, muy protegidos jurídicamente, puede alentar un menor rigor y un mayor volumen en la concesión de deuda. Ello puede suponer, implícitamente, financiar proyectos cuya viabilidad (en sí misma o por la capacidad de retorno de sus partícipes) es menor que la que una rigurosa política de gestión de riesgos aconsejaría, lo que incluso puede venir apoyado en la solicitud de un mayor tipo de interés (si efectivamente se cumple el criterio de solicitar mayor rentabilidad a mayor riesgo).

Puede incluso producirse una situación de selección adversa, en la que proyectos de menor calidad y mayor riesgo expulsan del acceso a la financiación a otros más prudentes.

La posibilidad de conocer, analizar y regular las titulizaciones es una tarea ardua, dado que siempre ha sido fruto de innovaciones financieras, y su emisión está canalizada por circuitos

6. Contraste de las hipótesis

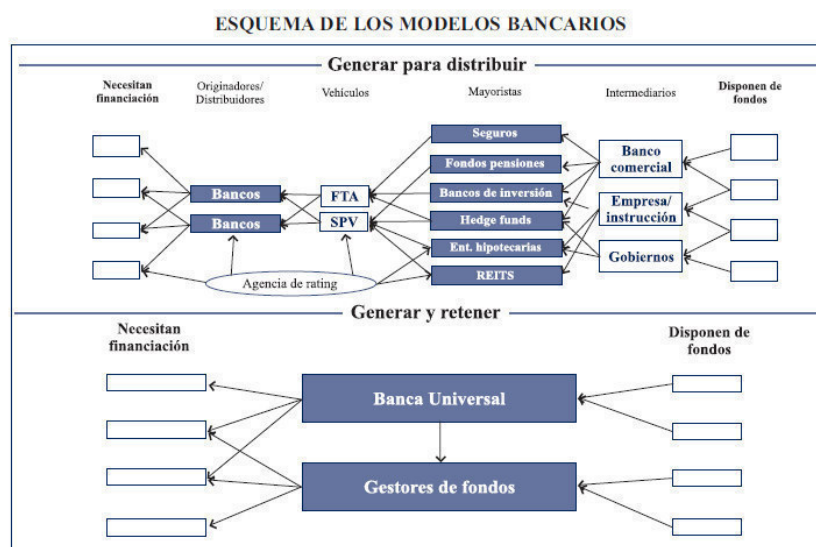
muy profesionales.

Algunas de las principales críticas efectuadas al proceso de titulización se refieren al incentivo que podría haber supuesto para la relajación de los procedimientos de creación del crédito, o al aprovechamiento, por parte de los originadores, de su mejor acceso a la información sobre la calidad de los préstamos titulizados (Martín, 2012).

Transmisión de activos crediticios en España

En España se pasó de las iniciales cédulas hipotecarias y bonos hipotecarios, a bonos procedentes de Fondos de Titulización, que pueden entenderse como una verdadera transferencia de activos crediticios. Inicialmente se trataba de Fondos de Titulización Hipotecaria (FTH), y más tarde se amplió con los Fondos de Titulización de Activos (FTA). Los FTA claramente incorporaron subyacentes de mayor riesgo debido a que se permite un mayor ratio de LTV e hipotecas de segundo grado, además de poder incluir nuevos tipos de activos (incluso títulos como las propias cédulas hipotecarias).

La siguiente figura 6.13, ilustra los dos modelos, “originar para distribuir” y “originar para mantener”, siendo este último el que ha prevalecido en España:



Fuente: Fundación de Estudios Financieros (2009)

Figura 6.13 Esquema de los modelos originar para distribuir y originar para mantener

El modelo de titularizar transfiriendo riesgos, una vez fue autorizado por la Ley 19/1992 que permitió la titularización de las participaciones hipotecarias, se desarrolló con gran velocidad.

En España, la contribución de la titularización ha venido, fundamentalmente, por su función de generar liquidez, independientemente de si se transmiten o no los activos.

Obsérvese en la tabla siguiente la evolución de los bonos de titularización hipotecaria y de activos, BTH y BTA. Es significativo el volumen creciente de los BTA:

6. Contraste de las hipótesis

EMISIÓN DE TÍTULOS HIPOTECARIOS POR AÑO DE ADMISIÓN A COTIZACIÓN							
millones de euros							
PERIODO	Cédulas Hipotecarias singulares	Cédulas Hipotecarias Multicedentes	TOTAL CÉDULAS A	BTH (*)	BTA (**) con garantía hipotecaria (***)	Total Titulización con garantía hipotecaria B	TOTAL TÍTULOS CON GARANTÍA HIPOTECARIA A+B
2002	11.620	3.500	15.120	5.426	2.489	7.915	23.035
2003	16.400	10.650	27.050	4.880	10.987	15.867	42.917
2004	20.550	18.685	39.235	6.390	13.194	19.584	58.819
2005	31.600	24.280	55.880	5.900	26.503	32.403	88.283
2006	43.720	23.395	67.115	5.250	34.004	39.254	106.369
2007	27.196	28.930	56.126	3.540	51.873	55.413	111.538
2008	14.150	33.860	48.010	2.000	70.413	72.413	120.423
2009	35.569	15.618	51.187	817	25.804	26.621	77.808
2010	32.861	14.160	47.021	0	16.045	16.045	63.066
2011	68.347	5.800	74.147	2.100	15.799	17.899	92.045
2012	103.470	1.000	104.470	0	2.893	2.893	107.363
2013	25.400	0	25.400	0	9.528	9.528	34.927
2014	24.438	0	24.438	0	17.310	17.310	41.748
jun-15	16.325	0	16.325	0	3.280	3.280	19.605

(*) BTH: Bono Titulización Hipotecaria (**) BTA: Bono Titulización de Activos (***) No incluye las cédulas hipotecarias

Fuente: Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a)

Tabla 6.2 Emisión de títulos hipotecarios según año de emisión (2002 - 2015/2T)

Obsérvese el gran crecimiento de los Bonos de Titulización de Activos (BTA) hasta el 2008, y su progresivo descenso a partir de ese año. Debe tenerse presente, como fecha de referencia, el 9 de agosto de 2007, que como ya hemos mencionado es cuando BNP Paribas suspende tres de sus fondos de inversión cuyos subyacentes eran hipotecas de baja calidad crediticia. Para muchos analistas, esa fecha marca el inicio de la gran crisis posterior. La disminución de titulaciones de BTA puede estar referida a la reducción de mercado para este tipo de títulos, que incorporan un alto nivel de riesgo (muy superior al que corresponde a los BTH).

En contraste, merece señalarse el crecimiento de las cédulas hipotecarias, que tras el año 2007 vuelven a ser los títulos con mayor actividad.

Titulización y coeficiente de solvencia en España

Debe destacarse la contribución de la titulización, fuera de balance, a la solvencia de las entidades crediticias, a través del “coeficiente de solvencia”. Dado que éste se calcula con un cociente en el que los activos figuran en el denominador, la titulización permite eliminarlos del balance. Es decir, la titulización elimina activos, lo que a su vez disminuye el denominador del cociente con el que se calcula el coeficiente de solvencia, incrementándolo. Un segundo procedimiento para elevar el coeficiente de solvencia de una entidad es incrementar el importe del numerador, que está constituido por los recursos propios computables, a los que pueden sumarse las participaciones preferentes y la deuda subordinada (contribución a la que desde la última regulación de Basilea III se le ha puesto una caducidad, aunque lejana en el tiempo).

Si, como se ha expuesto, el cálculo del coeficiente de solvencia consiste, muy resumidamente, en el cociente entre los recursos propios de una entidad y el valor de sus activos, la fórmula y la aplicación a la misma de la titulización de activos, puede exponerse de la siguiente manera:

Si la situación inicial es la que sigue:

$$\text{Coeficiente de solvencia } 1 = \frac{\text{Recursos propios}}{\text{Valor de todos los activos}}$$

6. Contraste de las hipótesis

puede aumentarse el coeficiente de solvencia eliminando activos del balance, con una operación de titulización que, además, permite obtener liquidez, tal como sigue:

$$\text{Coeficiente solvencia 2} = \frac{\text{Recursos propios}}{\text{Valor de todos los activos} - \text{Valor de los activos titulizados}}$$

La titulización a través de determinados instrumentos financieros permite, como se ha expuesto, **eleva el coeficiente de solvencia requerido** a las entidades crediticias.

6.2.7 Información y cambios en el marco regulatorio

El traslado de un activo financiero o inmobiliario a otro marco regulatorio arrastra al otro activo vinculado con el primero y, con él, a su propietario.

Sea un crédito financiero y su colateral inmobiliario, o bien un inmueble y su deuda asociada, toda variación de uno afecta al otro, y ello ocurre también con toda la legislación que le afecta.

Esta situación se puede dar si **el cambio se produce en la legislación que afecta a un activo o al otro vinculado**, como se ha visto en la sucesiva regulación española. Como ejemplos pueden citarse los cambios en lo que respecta a dotación de provisiones, o el cambio regulatorio que han supuesto las leyes del suelo.

Pero también puede darse el caso de que **sea el activo el que cambia de marco regulatorio**, especialmente en el caso de los activos financieros, ya sea por su negociación en otros mercados o por su movilidad geográfica. Sin duda alguna, los principales ejemplos de este tipo de situaciones son los que se refieren a titulización de activos.

En los dos casos citados, la complejidad se incrementa y la legislación incorpora un papel mucho más dinámico.

Como se ha comentado en este trabajo, a través del proceso de titulización de créditos hipotecarios se transfieren derechos del crédito a los nuevos inversores tenedores, a través de la emisión de títulos negociables con aquellos activos como subyacente.

Información y conocimiento

El prestatario que junto a la entidad originadora firmó el contrato de crédito con garantía inmobiliaria, en documento público inscrito registralmente, **desconoce** en ese momento si su deuda hipotecaria va a formar parte de cédulas, de bonos o de un fondo de titulización, que será ofrecido a inversores y posteriormente negociado en diferentes mercados. Probablemente, la persona apoderada de la entidad crediticia que firma el mismo contrato en representación de la otra parte desconoce también el posible cambio de tenedor de su posición.

Debe recordarse aquí, que todo préstamo o crédito hipotecario tiene como garantía un inmueble que ha sido tasado siguiendo la metodología y criterios de la Norma ECO 805/2007, que en su artículo 2, entre las diferentes finalidades para las que es de aplicación, describe la “Garantía hipotecaria de créditos o préstamos que formen o vayan a formar parte de la cartera de cobertura

6. Contraste de las hipótesis

de títulos hipotecarios”. Es decir, la Norma ECO 805/2003 tiene en consideración la posible titulización futura de ese activo hipotecario, por tanto esa posibilidad debe entenderse implícita en todo certificado de tasación que acompaña la concesión de un préstamo o crédito hipotecario, aunque no se haga referencia explícita a ello en la escritura de constitución de la deuda.

Los tenedores de esos títulos hipotecarios negociables, que engloban una cartera de créditos garantizados con un inmueble, con su correspondiente riesgo y rentabilidad, operan en un entorno financiero y regulatorio diferente que el correspondiente a la entidad financiera originadora.

Ello, implícitamente, puede suponer que los créditos que forman parte de la titulización, es decir, sus activos subyacentes, dependen de la nueva configuración y probablemente se someten también a un nuevo entorno financiero y regulatorio.

Dicho de otro modo, la posibilidad de convertir deuda de los balances de entidades financieras en instrumentos financieros titulizados, en este caso procedentes esencialmente de fondos de titulización, puede suponer incorporar nuevas regulaciones al contrato original, con prioridad en su interpretación jurídica. Ello supone impedir que cualquier cambio en la legislación que soportaba el contrato inicial pueda trasladarse al nuevo formato financiero y, por tanto, a los prestatarios del activo crediticio subyacente o a los propietarios de su inmueble colateral.

Un trayecto más sujeto al azar que a la voluntad de los iniciales firmantes del contrato. Y debe recordarse que el azar es puramente incertidumbre.

Se trata de una cuestión compleja, que no en todos los casos queda explícitamente determinada en la legislación, objeto de interpretación en jurisprudencia, en informes de expertos o en información expresa de organismos reguladores españoles.

Interesa mencionar el papel del denominado sistema financiero en la sombra, “*shadow banking system*”, formado por entidades que realizan operaciones financieras que están fuera del alcance regulatorio de los supervisores nacionales, lo que eventualmente puede suponer un incentivo a prácticas distintas a las del sistema financiero tradicional. En esa estructura se incluyen los *hedge funds*, fondos del mercado de capitales y vehículos de inversión estructurados.

Para mejor ilustrar lo que aquí se expone y trasladarlo a casos reales en los que se aplican estas ideas, se reproducen a continuación **CUATRO EJEMPLOS**, comentados atendiendo a lo que se expone en la hipótesis H2, que asocia mayor vinculación entre activos a mayor asimetría de la información.

Ejemplo 1 – Beneficios legislativos no trasladables

A título de ejemplo ilustrativo de este posible cambio de regulación sobrevenida que puede afectar a deudores de créditos hipotecarios que han sido titulizados y a los propietarios de su garantía, y dentro del contexto español en el que se enmarca este trabajo, puede aportarse el Código de Buenas Prácticas regulado en el Real Decreto-ley 6/2012, de 9 de marzo, de medidas urgentes de protección de deudores hipotecarios sin recursos conforme redacción dada por la Ley 1/2013 y Ley 1/2015.

Como se expone a continuación, no parece que dicho código deba ser asumido (o deba ser trasladado) a los titulares de los bonos que incorporan créditos hipotecarios procedentes de un Fondo de Titulización, sea FTH, FTA o la reciente unificación de ambos.

6. Contraste de las hipótesis

El Real Decreto-ley 6/2012, introduce medidas voluntarias para los bancos, pero también otras de obligado cumplimiento, aunque debe matizarse a qué entidades afecta esa obligatoriedad.

En este sentido, como ejemplo accesible públicamente, puede consultarse el texto que se reproduce a continuación, incluido en el Blog IM Titulización de la empresa Intermoney Titulización SGFT SA (2013), descargado en fecha 24/05/2015, que recoge noticias relacionadas con los mercados de titulización y cédulas hipotecarias (el subrayado es nuestro):

MODIFICACIONES EN LA NORMATIVA HIPOTECARIA de fecha 07/06/2013, accesible por Internet en la dirección:

(http://www.imtitulizacion.com/blogimt/archivos/Doc_Adicional_Modif_Hipotecaria_E_SP.pdf) Intermoney Titulización SGFT, S.A., Sociedad Gestora de Fondos de Titulización incorporated in Spain and supervised by the CNMV, en el que con la introducción en la que se indica que “El pasado 15 de mayo entró en vigor la Ley 1/2013 de 14 de mayo de medidas para reforzar la protección a los deudores hipotecarios, reestructuración de deuda y alquiler social” (El “Código de Buenas Prácticas para la reestructuración viable de las deudas con garantía hipotecaria sobre la vivienda habitual”, Ley 1/2013 que consolida las medidas adoptadas en el Real Decreto ley 6/2012 de 9 de marzo) expone que:

Desde algunos ámbitos se ha defendido la obligatoriedad de la aplicación de las medidas contempladas en el Código de Buenas Prácticas a los Fondos de Titulización (FT) cuyos activos están administrados por Entidades de Crédito que se han adherido al mismo. Desde nuestro punto de vista esta interpretación no es admisible ni desde el plano contractual y de las relaciones privadas ni desde el plano administrativo:

- *Los FT no son entidades de crédito ni realizan actividades de concesión de préstamos de manera profesional, y por tanto, no son los destinatarios de la norma.*
- *Los bancos administradores de los préstamos participados por los FT son simples gestores, que tienen limitada su capacidad de decisión sobre cuestiones que tienen impacto patrimonial en los derechos de crédito titularidad de los FT. No se puede obviar que tanto las novaciones a que obliga el Código como las daciones en pago de deuda tienen impacto en el patrimonio del FT afectado y la propia LMH exige el consentimiento del FT como titular de la participación hipotecaria (y, por extensión del certificado de transmisión de hipoteca) para cualquier tipo de renuncia, transacción o condonación de la deuda garantizada.*
- *Ni siquiera creemos que el legislador lo haya querido así:*
 - *Por un lado, el artículo 5.7 establece textualmente que el contenido del Código de Buenas Prácticas resultará de aplicación exclusiva si se da la concurrencia de dos elementos: sujetos (entidades adheridas por un lado y deudores por otro), y objeto (contratos de préstamo hipotecario): los FT no son entidades de crédito, y su relación con el contrato de préstamo hipotecario no es directa, sino a través de una participación hipotecaria o un certificado de transmisión de hipoteca.*

6. Contraste de las hipótesis

- *Por otro, los FT no están (ni pueden estar por su naturaleza) sujetos a las normas de ordenación y disciplina de la Ley 26/88.*

En cualquier caso, hubiera sido deseable en aras a no producir demasiadas distorsiones una exclusión expresa en la propia Ley.

Esta opinión forma parte de un documento informativo de una sociedad gestora de Fondos de Titulización. Según el texto anterior, la titulización de créditos hipotecarios no solamente supone una transferencia de riesgo por parte de las entidades originadoras, sino que también puede implicar un cambio irreversible, fruto de la rigidez que va implícita con la vinculación de activos que es objeto de discusión aquí, en la legislación aplicable a los prestatarios de los subyacentes créditos hipotecarios y, por tanto, también a los propietarios de sus bienes inmuebles colaterales.

A los fondos no les afecta esta nueva ley. Por tanto, los créditos que forman parte de los mismos no pueden beneficiarse de esa ley.

El texto reproducido incluye frases que dejan claro el papel del Fondo de Titulización (FT) respecto de los deudores de los créditos: “*Los FT no son entidades de crédito*”, “*no son los destinatarios de la norma*”, “*derechos de crédito titularidad de los FT*”, “*FT como titular de la participación hipotecaria (y, por extensión del certificado de transmisión de hipoteca)*”.

La decisión, legítima y sujeta a la legislación vigente, de transformar una cartera de créditos hipotecarios en bonos de un fondo de titulización puede suponer un cambio en las condiciones legales, a las que implícitamente queda subrogado el prestatario, de cuya posibilidad no es conocedor en el momento de la firma del contrato.

No es conocedor, no por el hecho de que no sea consciente de que su hipoteca puede ser titulizada, sino por el hecho de que cualquier cambio en la legislación puede afectarle de diferentes maneras, incluso impidiéndole el acceso a nuevas normas que le benefician.

Cualquier cambio futuro en la legislación no es previsible, o no con el suficiente detalle, para las dos partes de un contrato.

Se trata de una situación difícilmente predecible, que puede estar en conflicto con lo que expone Prieto (1988), quien, aludiendo a la cesión de crédito, considera que el deudor no puede resultar perjudicado con la cesión, transmitiendo el cedente mayor o mejor derecho que el que tiene.

Conocer que un determinado crédito podía ser titulizado formaba parte, como antes se ha expuesto, de la estrategia de determinadas entidades crediticias estadounidenses, enfocadas únicamente a originar para distribuir. En España podía considerarse posible, atendiendo a lo que dispone la Norma ECO 805/2007, que rige las tasaciones hipotecarias, cuyo artículo 2 describe, entre las diferentes finalidades para las que es de aplicación, la “*Garantía hipotecaria de créditos o préstamos que formen o vayan a formar parte de la cartera de cobertura de títulos hipotecarios emitidos por las entidades, promotores y constructores a que se refiere el artículo segundo 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*”.

Las sucesivas regulaciones no permiten incorporar o afrontar todas las situaciones, de igual manera que no permiten anticipar las que van a suceder.

6. Contraste de las hipótesis

Se trata de un factor que traslada la situación a un déficit de información, como una demostración de riesgos no conocidos (en este caso el riesgo de no poder beneficiarse de posibles mejoras en las condiciones de crédito asumido, es decir, del contrato firmado en su momento) que solamente afectan a una de las partes del contrato.

El caso más singular, por ejemplo, sería el de un crédito originado antes de la regulación de los Fondos de Titulización (Ley 19/1992, de 7 de julio) que, tras permitirse éstos, es incluido en una emisión de bonos de titulización, de manera que por tratarse de deuda transmitida no participa de la regulación que afecta a las entidades crediticias originadoras.

Es decir, un crédito hipotecario firmado antes del año 1992, que posteriormente fuera incluido en una emisión de este tipo, es sujeto pasivo de un cambio de regulación que le afecta, sin que ello pueda ser anticipado o evitado.

Todo ello, probablemente, sin información a todas las partes, tanto por el extremo de la deuda como por el del inmueble colateral.

Este ejemplo indica que todo acatamiento de legislación, en este caso el “Código de buenas prácticas”, solamente puede hacerlo la entidad de crédito originadora respecto a los préstamos que siguen siendo de su titularidad.

Como un juego de azar en el que no hay posible estrategia previa, al no conocerse los cambios futuros de legislación, los deudores pueden quedar divididos en dos grandes grupos en cada nueva situación sobrevenida, sin tener posiblemente conciencia de ello.

Y el azar, como se ha comentado en diferentes apartados de esta tesis, es una representación de la incertidumbre, pues no es posible considerar o evaluar los riesgos de todas las variaciones posibles de la legislación.

Ejemplo 2 – Capacidad ejecutiva de nuevos tenedores de activos

La modificación introducida por el Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, de “Medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo”, permite que los Fondos de Titulización Hipotecaria y Fondos de Titulización de Activos puedan ser titulares de inmuebles procedentes de operaciones en pago del principal, intereses o gastos de las participaciones hipotecarias o certificados de transmisión de hipotecas, etc., tanto en vía judicial (hipotecaria o no) como extrajudicial (daciones en pago) y permitiendo expresamente la inscripción de los mismos a su nombre. Asimismo, esta posibilidad de inscripción es aplicable a los títulos otorgados con anterioridad a la entrada en vigor del citado Real Decreto.

De forma resumida, ello supone, entre otras cosas, que los Fondos de Titulización pueden ejecutar préstamos o créditos hipotecarios.

A continuación se reproduce un ejemplo de la aplicación de este cambio legislativo (2010) en la resolución de un recurso interpuesto ante la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la nota de calificación del registrador de la propiedad de El Vendrell n.º 1, por la que se deniega la inscripción de una escritura de adjudicación en pago de deudas:

6. Contraste de las hipótesis

304. INSCRIPCIÓN A FAVOR DE FONDOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS. ADJUDICACIÓN EN PAGO DE DEUDAS. Resolución de 1 de agosto de 2014, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, en el recurso interpuesto contra la nota de calificación del registrador de la propiedad de El Vendrell n.º 1, por la que se deniega la inscripción de una escritura de adjudicación en pago de deudas.

Supuesto: Emitida por una entidad financiera un certificado de transmisión de hipoteca suscrito por un fondo de titulización de activos, que incluye —entre otros muchos— un determinado préstamo hipotecario, se plantea si puede inscribirse a favor de dicho fondo la adjudicación en pago efectuada por el deudor de la finca hipotecada.

El **registrador** entiende que no por carecer de personalidad jurídica y ser aplicables los art. 9.4 LH y 11 RH, así como que el art. 27 Real Decreto-ley 6/2010, de 9 de abril, de medidas para el impulso de la recuperación económica y el empleo debe ser interpretado restrictivamente.

La **Dirección** sin embargo revoca la nota y entiende que el citado art. **permite considerar a los fondos de titulización como titulares registrales de fincas o derechos**, al disponer que: *Los Fondos de Titulización Hipotecaria y Fondos de Titulización de Activos podrán ser titulares de cualesquiera otras cantidades, inmuebles, bienes, valores o derechos que sean percibidos en pago de principal, intereses o gastos de las participaciones hipotecarias, certificados de transmisión de hipoteca, activos financieros u otros derechos de crédito que se hubieren agrupado en su activo, por resolución de cualquier procedimiento judicial o extrajudicial iniciado para el cobro de tales derechos de crédito; en particular y sin ánimo limitativo, por producto del remate de procedimientos de ejecución de garantías hipotecarias o no hipotecarias, por la enajenación o explotación de los inmuebles o bienes o valores adjudicados o dados en pago o, como consecuencia de las citadas ejecuciones, en administración y posesión interina de los inmuebles, bienes o valores en proceso de ejecución. La inscripción de los bienes inmuebles pertenecientes a los Fondos de Titulización en el Registro de la Propiedad y de cualesquiera otros bienes en los registros que correspondan, se podrá efectuar a nombre de los mismos.*

Además, interpreta que el precepto contempla en particular y sin ánimo limitativo la enajenación o explotación de los inmuebles o bienes o valores adjudicados o dados en pago, como ocurre en el presente expediente.

Ahora bien, ello sin perjuicio de que **no se modifica el régimen jurídico de la cesión de créditos hipotecarios**, ni la necesidad de que esté inscrita su cesión para ser cancelados por el cesionario cuando se trate de una cesión ordinaria de crédito hipotecario (art 149.1 LH); tampoco la necesaria acreditación ante el registrador del cumplimiento de las normas formales y sustantivas de la titulización hipotecaria cuando la cesión se efectúe a través de las normas del mercado secundario, según cada modalidad (bonos, cédulas, participaciones hipotecarias, certificados de transmisión hipotecaria, etcétera). Pero sí **se admite expresamente, la posibilidad de que se adjudiquen bienes inmuebles a favor de los fondos y que se inscriban a su nombre.**

(BOE-A-2014-10121) http://www.sisej.com/documentos/doc_view/1449-la-cesion-y-adjudicacion-de-bienes

6. Contraste de las hipótesis

Es cierto que el prestatario dispone, también, de la opción de cancelar el crédito con fondos propios u obteniéndolos de otro crédito, incluso de transferir el inmueble con la deuda vinculada, pero, sin embargo, no puede tomar decisiones ante un hecho que le es sobrevenido.

Se entiende que firmar un contrato de préstamo o crédito hipotecario supone la asunción de todo cuanto acontezca en el futuro.

Sin embargo, puede existir la duda de si esa asunción de todo cuanto acontezca en el futuro se refiere solamente a lo que le beneficia o a todo, sea cual sea su efecto en los intereses de la parte interesada.

Según se establece en el artículo 149 de la LH, “*El deudor no quedará obligado por dicho contrato a más que lo estuviere por el suyo*”, lo que podría interpretarse como que el deudor no puede resultar perjudicado por el contrato de cesión.

Debemos mencionar aquí el artículo 46 del Real Decreto 685/1982, que, en relación con las emisiones de cédulas y bonos hipotecarios, establece en el punto tres que “*En ningún caso podrá resultar perjudicado el deudor hipotecario por la emisión de títulos a que se refiere la Ley*”. También, en tanto que pueden incorporar cédulas, es interesante mencionar que en relación con los certificados de transmisión hipotecaria, en la Disposición adicional primera correspondiente a Certificados de transmisión de hipoteca del Real Decreto 716/2009, se especifica que “*En ningún caso podrá resultar perjudicado el deudor hipotecario por la emisión de certificados de transmisión de hipoteca*”.

Un inversor de bonos asume unos riesgos (que posiblemente cubre con algún tipo de aseguramiento financiero o con otros derivados), en pos de una rentabilidad legítima (que probablemente sirve para asegurar obligaciones futuras, como puede ser el caso de las entidades aseguradoras), basado todo ello en unas determinadas condiciones contractuales que forman parte del folleto de emisión de ese instrumento de renta. El inversor analiza cada producto, que compite con otros, y evalúa sus riesgos, que alinea con su correspondiente rentabilidad.

Por ello, para los inversores, cualquier cambio externo que afecte a las condiciones de esos bonos legítimamente puede ser entendido como un incremento de riesgo o como inseguridad jurídica.

Debe comentarse aquí que el futuro tenedor que invierte en activos hipotecarios corre un riesgo (como en cualquier otra operación) en la admisión de un préstamo o crédito hipotecario, para lo que buscará la suficiente cobertura. **La ley es también cobertura, ya que protege los derechos de cada individuo.** En dicho sentido, debe entenderse que la ley debe dar respuesta a las nuevas situaciones que aparecen con las nuevas innovaciones financieras.

En lo referente a la regulación de la cesión de créditos, su legislación puede considerarse resumida en los artículos 1526 y siguientes del Código Civil, y en los artículos 347 y 348 del Código de Comercio. En la citada regulación, sobre cuyo contenido completo no nos vamos a extender, no se exige consentimiento ni conocimiento del deudor para dicho contrato, basta con el acuerdo entre cedente y cesionario. En el caso de que la cesión sea un crédito en litigio, el deudor tendrá derecho a extinguirlo reembolsando al cesionario el precio que pagó, las costas que se le hubiesen ocasionado y los intereses del precio desde el día en que éste fue satisfecho. Para ejercer este derecho tiene un plazo de 9 días desde que el cesionario le reclame el pago.

6. Contraste de las hipótesis

Ejemplo 3 – Modificación de la regulación

Abundando en lo relativo a la información que puede recibir el prestatario junto al propietario del colateral de la deuda, o a la que está obligado el prestamista o el tenedor de títulos, se expone aquí la variación que, en su redactado, ha tenido el primer párrafo del artículo 149 de la Ley Hipotecaria.

Se reproduce esta comparación de dos redactados, a efectos puramente de ilustrar un caso de cambio en la redacción de un artículo de una ley, siendo la “información” el asunto al que hace referencia la diferente redacción. Para su presentación en esta tesis, se recurre a un estudio efectuado por Rodríguez Boix (2008).

Antes de su reforma por la Ley 41/2007, el artículo 149.1 de la Ley Hipotecaria tenía la siguiente redacción: “*El crédito hipotecario puede enajenarse o cederse en todo o en parte, siempre que se haga en escritura pública, de la cual se dé conocimiento al deudor y se inscriba en el Registro*”.

Se sobrentiende que la exigencia de la escritura está incorporada en la obligación de su inscripción registral. La notificación al deudor es necesaria para vincular a éste con el nuevo titular, según los artículos 1527 y 1198 CC y el art. 176 RH, aunque en el redactado de las escrituras de hipoteca era habitual disponer que el deudor renunciaba al derecho a ser notificado en el caso de cesión de crédito hipotecario, según lo dispuesto en el art. 242 RH (Rodríguez Boix, 2008).

Con la reforma que supuso la Ley 41/2007, el primer párrafo del citado artículo 149 fue modificado, con la siguiente nueva redacción: “*El crédito o préstamo garantizado con hipoteca podrá cederse en todo o en parte de conformidad con lo dispuesto en el artículo 1.526 del Código Civil. La cesión de la titularidad de la hipoteca que garantice un crédito o préstamo deberá hacerse en escritura pública e inscribirse en el Registro de la Propiedad*”.

Como puede observarse, ya no se hace mención al requisito de notificar al deudor cedido la escritura pública de cesión. Sin embargo, la normativa en que se basaba esta notificación, es decir, los artículos 1527 de CC, y 150 y 151 de LH, siguen vigentes (Rodríguez Boix, 2008).

Se desconoce el motivo último de esta variación en el redactado, pero debemos suponer que su modificación está motivada. Por ello, añadir o eliminar el requisito de la notificación al deudor, sea o no sea relevante atendiendo a la gran complejidad de regulaciones entrelazadas, merece ser citado en este texto que trata de la información en el contexto de la vinculación entre activos financieros e inmobiliarios (como es, en este caso, un “crédito o préstamo garantizado con hipoteca”).

Ejemplo 4 – Duda que la CNMV traslada al Banco de España

En apartados anteriores se ha descrito la necesidad de disponer de libertad y conocimiento para poder tomar decisiones, por tanto también para poder operar en un mercado. Se entiende, pues, que **debe existir la suficiente transparencia en el mercado** para poder adoptar las mejores decisiones.

En el proceso de cesión de créditos no es obligada la comunicación al deudor hipotecario, por lo que para esta investigación es motivo de interés conocer el alcance de dicha regulación aplicable

6. Contraste de las hipótesis

a contratos firmados por dos partes.

Como se ha explicado en el apartado en el que se describía el proceso de titulización, en muchos casos el deudor no es conocedor de que su crédito ha sido transferido o, incluso, no puede saberlo acudiendo a registro público (no todas las emisiones están obligadas a publicar su transmisión en la correspondiente hoja del inmueble del Registro de la Propiedad).

Sin embargo, en este aspecto cada tipología de titulización tiene sus propias características.

Como peculiaridad singular, que merece ser recordada aquí, los Fondos de Titulización de Activos pueden suponer titulizaciones de tercer grado, al poder incorporar en sus títulos carteras de cédulas hipotecarias.

Los bonos, respecto a las cédulas, estaban obligados a anotar en el Registro de la Propiedad su garantía, lo que posteriormente desapareció con la reforma de la Ley LMH 41/2007 y de su artículo 13. Es decir, nuevamente la información entre las partes forma parte de la variación de una regulación anterior.

Merece, pues, especial interés revisar la respuesta del Banco de España a una consulta de la CNMV (2015). Este documento es accesible públicamente en el siguiente sitio web: <http://www.sicom.cat/blog/wp-content/uploads/2015/04/Informe-Banco-de-Espa%C3%B1a-1212071-BdE.pdf>

En dicho documento, la Secretaría General del Departamento de Conducta de Mercado y Reclamaciones del Banco de España, Expediente C-201501247 de 26 de marzo de 2015, contestando a una consulta emitida desde la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores), tras poner de manifiesto la finalidad del Departamento es atender dudas y consultas de interés general expone (el subrayado es nuestro):

No obstante, y a efectos meramente informativos, le comunicamos que la titulización es un proceso financiero por medio del cual se transforman unos activos generalmente ilíquidos (créditos/préstamos) en títulos o valores negociables, mediante su cesión a un fondo de titulización, quien a su vez emite unos bonos de titulización para su colocación entre inversores institucionales. De esta manera, las entidades venden todo o parte de sus riesgos para obtener nueva financiación con la que seguir desarrollando su negocio sin necesidad de acudir a otras vías, como ampliaciones de capital.

De conformidad con la Ley 19/1992, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria, la titulación de un préstamo supone que la entidad que concedió el mismo deja de ser la acreedora del préstamo, aunque conserve por Ley la titularidad registral y siga manteniendo, salvo pacto en contrario, su administración. Por otra parte, de la normativa aplicable a la titulización de préstamos no se desprende que los deudores tengan que ser informados en ningún momento, ni de la incorporación, ni de la baja de sus préstamos a un fondo de titulización. Además, nada se opone a que la titulización se refiera únicamente a una parte del préstamo hipotecario.

Puede ampliar información respecto a la titulización hipotecaria, a través del siguiente enlace:

6. Contraste de las hipótesis

<http://www.bde.es/clientebanca/derechos/decisiones/clausulas/contratos.htm>

De este texto, recordemos que emitido por el Banco de España, queremos extraer tres frases que nos parecen relevantes al objeto aquí perseguido.

En la frase “[...] *venden todo o parte de sus riesgos...*”, se alude al “riesgo” en lugar de hacer mención al “crédito”. La expresión puede obedecer a un mero tema semántico, sin embargo es perfectamente cierta pues, en efecto, implícitamente se trata de una **transacción de riesgos** (a los que siempre va asociada una determinada rentabilidad).

La segunda manifestación que queremos citar aquí, es la que afirma “[...] *la entidad que concedió el mismo deja de ser la acreedora del préstamo, aunque conserve por Ley la titularidad registral...*”. Se trata, efectivamente, del mecanismo que rige este tipo de operaciones, sin embargo para algunas opiniones puede suponer una relativa contradicción con la función de un registro público como es el Registro de la Propiedad.

Por último, la frase “[...] *de la normativa aplicable a la titulización de préstamos no se desprende que los deudores tengan que ser informados en ningún momento, ni de la incorporación, ni de la baja de sus préstamos a un fondo de titulización...*”, está en perfecta concordancia con todo lo expuesto en este apartado de la tesis.

Independientemente del contenido de la respuesta del Banco de España, causa cierta sorpresa que sea la CNMV la que emita la pregunta que le da pie. Son las dos principales entidades supervisoras del sistema financiero español, por lo que se entiende que sus criterios deben ser coincidentes.

Se trata, en cualquier caso, de un caso de información, accesible públicamente, en la que una entidad reguladora y supervisora traslada información acerca del tratamiento de un activo financiero que puede ser objeto de dudas, especialmente en épocas en las que el nivel de morosidad, y de dificultades sociales, es alto.

Acudiendo de nuevo a la información publicada por el Banco de España, en su información acerca de cláusulas de contratos, a la que se puede acceder públicamente en el sitio web <http://www.bde.es/clientebanca/derechos/decisiones/clausulas/contratos.htm>, al hacer referencia a las “Cláusulas particulares de cierto tipo de contratos” se cita lo siguiente (el subrayado es nuestro):

Las que, en muchos préstamos, eximen a la entidad de la obligación genérica de comunicar al deudor la cesión de su préstamo a un tercero:

- *Las cesiones de créditos no son raras entre las propias entidades bancarias y son ahora muy frecuentes en el marco de las llamadas operaciones de titulización de créditos. En esos casos, la no comunicación al deudor de la cesión abarata la operación y suele evitar alarmas injustificadas porque las entidades que ceden los créditos suelen conservar su gestión y administración (es decir, la relación con el deudor).*
- *La Sentencia declara la validez de esas cláusulas ya que no comportan una merma de las garantías del consumidor, al no alterar las condiciones pactadas para la concesión del préstamo, aunque se produzca la subrogación en el mismo de otra entidad como nueva prestamista.*

6. Contraste de las hipótesis

Según se lee, “abaratar la operación” y “evitar alarmas injustificadas”, más allá de criterios que aseguren rentabilidad o ejecutividad, parecen considerarse sinónimos de la innecesariedad de facilitar determinada información.

A título de ejemplo, en el sector médico se alude al “consentimiento informado” como un acto cuyo incumplimiento puede generar responsabilidad, que se inscribe en el denominado “*sistema de valores del paciente*” (Cortés, 1999). Pese a tratarse, obviamente, de una comparación fuera de contexto, traslada la situación de dependencia de un paciente con el cuerpo médico, que podría extrapolarse (con todas las prevenciones y distancia necesarias) a la de un deudor y el sistema financiero.

6.2.8 Venta de créditos dudosos

Es práctica legítima, y muy extendida en una época de crisis financiera, en cuyo marco se realiza el presente estudio, la venta de paquetes de hipotecas (préstamos o créditos) a fondos de inversión, en muchos casos concretada específicamente en adquisición masiva de créditos dudosos (no solamente hipotecarios).

Este tipo de cesiones no afectan al prestatario del crédito, aunque en la práctica sí pueden hacerlo, dado que no existe ninguna relación, previa o futura, entre el nuevo propietario y su deudor (antes considerado cliente por la entidad financiera), lo que eventualmente inhibe a estos nuevos propietarios de riesgos reputacionales u otros compromisos a largo plazo.

6.2.9 Contraste de la hipótesis H2

En las titulaciones que no han supuesto transmisión del activo, como se ha expuesto en otro apartado, las entidades de crédito han retenido una parte del riesgo de crédito de los préstamos titulizados (tramo de primeras pérdidas). Es decir, una parte del riesgo de las carteras hipotecarias titulizadas ha permanecido en el balance de los bancos, lo que implica no desvincularse totalmente del mismo. Asimismo, la administración de los activos titulizados ha permanecido, también, en el seno de las entidades financieras originadoras (Martín, 2012).

Se ha observado cómo las innovaciones financieras, o la capacidad de formalizar contratos, forman parte de la actividad de los dos sectores, financiero e inmobiliario, o, mejor dicho, de quienes participan en ellos.

La asimetría de la información puede derivarse de la ausencia de la misma, o de su gestión (que puede incluso comportar manipulación u ocultación), lo que traslada el tema al campo de las decisiones de las personas que gestionan estos procesos.

Tomar decisiones, y eventualmente asumir riesgos, sin suficiente información, constituye una actitud que no es compartida por todos los que integran un sector.

Participar de actividades basadas en la ocultación de información, o con excesiva opacidad, es una decisión de personas cuyo comportamiento no coincide con el de la mayoría, y que se aparta de la idea de bien común.

Se trata, pues, de conductas motivadas por determinados intereses o incentivos, que someten prácticas u operativas a objetivos no siempre correctos.

Conductas que solamente pueden ser imputadas a una parte, entendemos que minoritaria, de

6. Contraste de las hipótesis

todos los agentes que participan en las operaciones de los sectores financiero e inmobiliario.

Ello puede agravarse con las dudas que generan los conflictos de intereses, como el que hipotéticamente puede existir entre sociedades tasadoras, encargadas de valorar un inmueble que debe servir de garantía para préstamos o créditos hipotecarios originados por entidades crediticias que, al mismo tiempo, son accionistas de aquéllas. Es una práctica que, independientemente del juicio que pueda merecer, se entiende que está sujeta a la supervisión y control de entidades como el Banco de España.

Los cambios que afectan a la posición de determinado sujeto respecto a un activo crediticio o inmobiliario pueden ser voluntarios, fruto de una decisión, o sobrevenidos, especialmente por cambios en la legislación o en las condiciones socioeconómicas del momento.

En cualquier caso, los cambios legislativos obedecen, también, a decisiones tomadas por el organismo regulatorio correspondiente.

Por tanto, atendiendo a que la actuación de las personas que deciden, con su correspondiente solvencia profesional (capacidad) y ética (principios y valores), es la que finalmente convierte situaciones “correctas” en situaciones “no correctas”, se entiende que no es la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, por sí misma, la que puede generar asimetría de información.

Esta tesis propone que son las personas que gestionan los activos y las operaciones entre los mismos, las que, en algunos casos, pueden actuar con insuficiente prudencia, o con escasos conocimientos técnicos, incrementando en exceso la unión entre activos y la dificultad de su reversión, incluso recurriendo a técnicas que no son las más correctas, como se expone en las siete fricciones descritas por Ashcraft y Schuermann (2008).

En definitiva, los procesos que pueden vincular los activos financieros e inmobiliarios entre sí no generan, por sí mismos, asimetría de la información en los tratos entre los agentes participantes de los dos sectores. Son los agentes, o mejor dicho, **una parte del conjunto de todos los agentes**, los que, con su acción u omisión, atendiendo a su solvencia profesional y ética, influyen en la información disponible, alterando en ocasiones el óptimo funcionamiento de procesos que son susceptibles de una mayor transparencia.

Así pues, atendiendo a todo lo expuesto y a su discusión, **la hipótesis H2, cuya formulación es “La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera información asimétrica, incrementándose ésta cuanto mayor sea aquélla”, se considera confirmada parcialmente**, ya que está sujeta a las decisiones y acciones de las personas que intervienen en sus operaciones.

Efectivamente, la excesiva vinculación es susceptible de producir asimetría, por su complejidad, por la opacidad de determinadas operaciones, y por los diferentes fallos de mercado que se pueden dar, pero es precisa la participación humana para ello. Es necesaria la intención o la negligencia de quienes intervienen en determinadas operaciones para generar o incrementar la asimetría de la información.

Como se ha expuesto reiteradamente en esta tesis, las acciones, en el marco de la relación entre los sectores financiero e inmobiliario, las protagonizan personas que, a su vez, son también quienes toman las decisiones, en nombre propio o en representación de organizaciones.

6. Contraste de las hipótesis

Si la capacidad profesional y el compromiso ético es el que se entiende aquí correcto, no debería producirse tal situación, dado que a largo plazo no beneficia a nadie.

6.3 Contraste de la hipótesis H3

Acerca del incremento de riesgo que provoca la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, hasta el punto de poder transformar el riesgo en incertidumbre.

6.3.1 Introducción

La tercera hipótesis de la investigación plantea la influencia de la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario con el riesgo y, en concreto, con el incremento del riesgo.

Su formulación se ha hecho en los siguientes términos: **H3 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera riesgo, que se incrementa cuanto mayor sea aquélla.**

Dicha hipótesis, a efectos metodológicos y para su contraste, se subdivide en dos subhipótesis, cuya formulación es la siguiente:

H3.1 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario incrementa el riesgo.

H3.2 - Se asumen riesgos excesivos, con conocimiento de ello.

Para poder realizar su contraste, seguidamente se presentan diversas referencias a informaciones y casos, que permiten establecer los criterios con los que eventualmente confirmar la hipótesis. Finalmente, antes del contraste de la hipótesis, se hace un resumen recapitulatorio de criterios y conclusiones. Asimismo, al final de algunos de los puntos y apartados que desarrollan la discusión de esta hipótesis, se incluye un resumen recapitulativo de lo tratado.

A tal efecto, debe considerarse el riesgo en sí mismo y, necesariamente, los mecanismos de actuación frente al mismo.

Se verá si, efectivamente, el incremento de vinculación entre activos, sea ésta considerada cuantitativamente o cualitativamente, incrementa el riesgo. Asimismo, se evaluará la eficacia de los instrumentos de cobertura o los efectos de la transmisión de riesgos.

6. Contraste de las hipótesis

Por último, interesa conocer quiénes son los sujetos que participan del riesgo y, en el peor de los casos posibles, quién asume finalmente un riesgo que afecta a más agentes que a los propiamente implicados en el perímetro donde se ha gestado o asumido ese riesgo.

El objetivo en el cual se fundamenta la hipótesis H3, que pretende contrastar a través de sus dos subhipótesis, es la incidencia que la excesiva vinculación puede tener en un posible incremento del riesgo, incluso en ocasiones con total conciencia de ello.

Nuestro objetivo no es solamente conocer por qué se asumen riesgos, sino averiguar si éstos aumentan con la vinculación entre activos, y si todo proceso de vinculación excesiva es fruto de decisiones tomadas por personas. Es decir, investigar si el riesgo es inherente a las operaciones entre activos o si proviene de decisiones tomadas por personas, en nuestro caso en un ámbito conformado por dos sectores.

Nos planteamos conocer las **motivaciones que pueden tener los decisores, en nombre propio o de otra persona física o jurídica, para asumir riesgos excesivos**, incluso siendo conscientes de ello, y lo que puede entenderse por éstos. Es decir, conocer los motivos de la preferencia por el riesgo y lo que tal elección supone, por parte de personas en el ejercicio de sus capacidades racionales y según principios éticos, en un determinado marco jurídico, económico y cultural.

Ello debería permitir contrastar, según lo expuesto en las hipótesis de esta investigación, si la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario puede suponer un riesgo, que se incrementa cuanto mayor es esa vinculación.

La tesis no propone la eliminación de todo tipo de vinculación entre activos, pues precisamente la posibilidad de aportar garantías a una operación de préstamo o crédito hipotecario permite a las instituciones crediticias disponer de una mayor seguridad, no solamente por lo que significa retener un activo cuyo valor pueda cubrir el importe de la deuda, sino también porque implica compartir riesgos.

Se trata aquí de evaluar el grado de vinculación entre activos, la rentabilidad que ello aporta, y los eventuales riesgos que puede suponer.

Atendiendo al objeto de la tesis, cuando se haga referencia a deuda o créditos se entenderá que son hipotecarios, es decir vinculados a un bien inmobiliario. Ello no debe entenderse solamente como una simplificación a efectos de ser congruentes con el objeto de la investigación, sino que responde asimismo a la importancia de dicha fuente de vinculación.

Como ya se ha expuesto en otros apartados, el total de créditos hipotecarios en España, respecto del total concedido, llegó a ser del 63,97 % en mayo del 2005, y del 64,10% en agosto del 2013, no bajando del 60% desde febrero del 2004. Desde el mes de julio del 2001, la financiación con garantía hipotecaria, es decir, en base a la aportación de un bien inmueble como garantía suficiente, ha sido superior al 50% del total de crédito concedido en nuestro país.

En el momento de la firma del préstamo o crédito, en la mayoría de casos con garantía hipotecaria, existe confianza en que su destino o la situación económica del deudor serán suficientemente capaces de generar los fondos que permitan reintegrar con puntualidad el principal y sus intereses en cada plazo de vencimiento.

Asimismo, en caso de que surgiera algún imprevisto que no permitiera la correcta devolución del importe prestado, se dispone de una garantía (un activo inmobiliario, por ejemplo) que en el

6. Contraste de las hipótesis

momento de perfeccionar el contrato tiene un valor que supera el valor del crédito otorgado (el valor del principal) en un porcentaje que se estima suficiente (LTV, *loan to value*).

Ese mismo trato, por la parte del acreedor, a través de cesiones o titulizaciones puede ser asumido por otra tercera parte, que espera recibir su rendimiento a partir de los flujos de fondos que genera el trato original entre prestamista y prestatario, en contrapartida por el precio que ha pagado por ese activo financiero.

Esta tercera parte, cuyo interés es puramente inversor, es decir, obtener una rentabilidad de una inversión, efectúa la compra con la información de que dispone, entendiendo que todo el proceso en esa cadena de valor ha sido correcto y que quienes así lo han validado merecen su confianza.

Debe recordarse aquí que la tercera parte, que pasa a ser la beneficiaria principal de la rentabilidad del crédito, puede serlo como nuevo titular de dicho crédito (préstamo hipotecario) o como tenedor del activo titulado (crédito subyacente del título hipotecario).

En el caso del prestatario, o deudor, puede existir una gran diversidad de individuos, desde personas con mayor o menor formación financiera, hasta organizaciones con cualificados equipos de evaluación. Por parte del prestamista, o del inversor que adquiere activos financieros, hemos de suponer aquí que se trata de personas físicas o jurídicas, fundamentalmente entidades financieras, con una formación y capacidad de analizar el encaje entre riesgo y rentabilidad de suficiente nivel.

En resumen, conceder, asumir o ceder un préstamo se entiende como una actividad responsable, que permite fomentar inversiones o procesos de diferente plazo, haciendo posible que todos los intervinientes en el proceso obtengan sus objetivos.

Hemos de aceptar, pues, que los objetivos de una parte dependen en gran medida de la voluntad de cumplimiento de la otra parte o del éxito de sus previsiones.

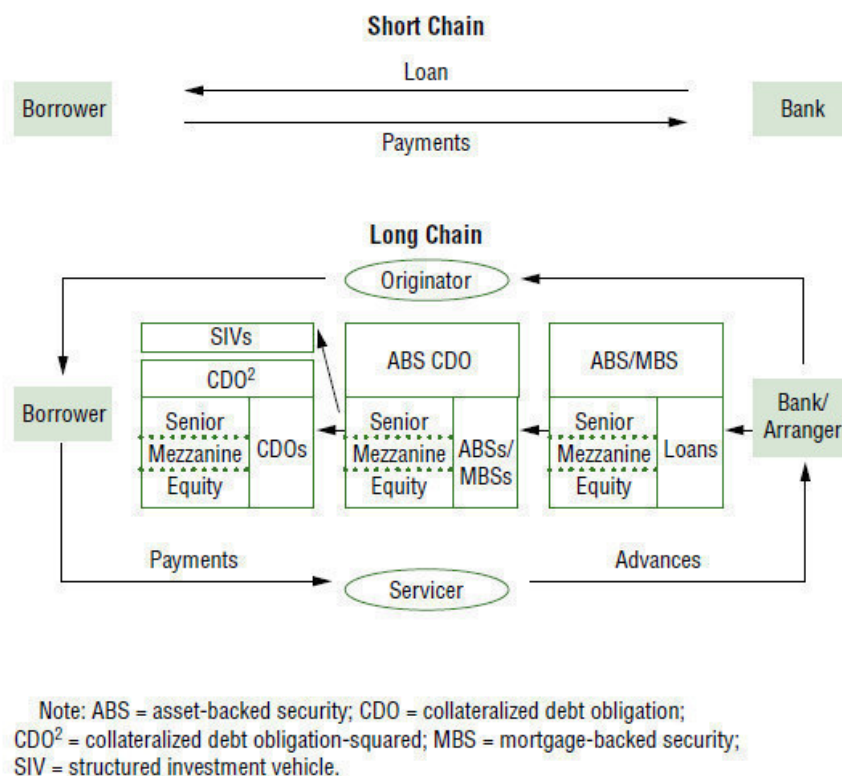
La confianza entre los agentes que intervienen en los tratos y en la correcta aplicación de sus procesos es parte fundamental de las operaciones, complementando la siempre insuficiente información.

Cuanto **más intervinientes** concurren en una misma operación, o en la cadena de sus operaciones, **más complejidad** tendrá su interdependencia, es decir, su vinculación, lo que supone **mayor riesgo**.

Desde una perspectiva absolutamente racional y eficiente, no tiene sentido formalizar contratos en los que pueda haber una duda mayor que la razonable acerca de su cumplimiento, pues esa posibilidad supondría un grave perjuicio para todas las partes. Incluso, dentro de esa misma actitud racional, detectar cualquier posibilidad de incumplimiento futuro en la otra parte del trato debería ser también causa de revisión, pues evitar la inobservancia de la contraparte es beneficioso para ambas.

Como se puede ver en la siguiente figura, una situación inicial de cadena de vinculación corta, constituida por el prestamista y el prestatario (a la que debemos añadir al propietario del inmueble colateral), puede incorporar complejidad y nuevos participantes en una configuración de cadena mucho más larga.

6. Contraste de las hipótesis



Fuente: International Monetary Fund (2009)

Figura 6.14 Esquemas de cadenas de vinculación, corta y larga

Ante esta descripción de un proceso, se pretende analizar **en qué medida la excesiva vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario contribuye a incrementar los riesgos.**

También es objeto de este apartado el análisis de **por qué se asumen riesgos excesivos en ocasiones, y si se tiene conocimiento de ello en el momento de optar por ellos.**

Con el afán de facilitar la comprensión de términos y procesos que se expondrán, se recurrirá también a ejemplos de EEUU por ser más extremos y por tanto más clarificadores, aunque el aprendizaje se trasladará a la situación española, en la que se ubica esta investigación.

6.3.2 Riesgo e incertidumbre

Antes de su discusión, se recuerdan sucintamente los conceptos de riesgo e incertidumbre, según lo ya expuesto en el correspondiente capítulo, con una somera exposición de los riesgos que pueden ser analizados en una correcta gestión de riesgos.

Este es un tema que ha merecido mucho estudio e investigación, dado que el riesgo es uno de los principales componentes de toda inversión y, por tanto, de su financiación, de su cobertura o aseguramiento y de su control. Se entiende que forma parte, con gran relevancia, de los sectores financiero e inmobiliario que aquí se estudian, no solamente por la cuantía de las consecuencias económicas y sociales que supone la no concordancia de lo previsto con lo ocurrido, sino porque ambos sectores operan en tiempo presente en base a objetivos y expectativas de futuro a medio o largo plazo.

6. Contraste de las hipótesis

La principal diferencia entre riesgo e incertidumbre (Knight, 1921) es el hecho de que ésta no es medible. Por tanto, cualquier previsión de futuro que se haga en un ambiente de incertidumbre será una pura especulación.

El riesgo sí es evaluable, estableciendo todas las posibilidades y asignando un determinado grado de probabilidades para cada una de ellas.

Ello supone que los posibles resultados son evaluados a priori, estableciendo las probabilidades de que suceda cada uno de ellos. Cuando este ejercicio no puede efectuarse, total o parcialmente, la situación es de incertidumbre, ante la que no pueden establecerse opciones sino simplemente posibles efectos.

Sin duda, el principal componente de incertidumbre o riesgo es la información disponible. Así pues, de forma genérica, **el riesgo es medible** y, por lo tanto, gestionable, de manera que es posible incorporarlo a la toma de decisiones, siendo la información su principal capital.

A efectos de lo que se pretende desarrollar, debe exponerse que la incertidumbre no solamente es debida a la ausencia de información, sino que puede ser también consecuencia de información incompleta o contradictoria. Ello indica que **es posible generar incertidumbre gestionando la información que va a estar disponible**.

6.3.2.1 Valorar riesgos y valorar activos

Siendo comúnmente aceptado que a un mayor riesgo le corresponde una mayor rentabilidad, no es fácil cuantificar esta afirmación. No solamente es difícil medir un riesgo, sino que también lo es determinar un porcentaje de rentabilidad, o un precio, o un valor, que se corresponda con ese riesgo. Y no se trata de una cuestión estrictamente teórica o académica, sino que incide en el patrimonio económico del que su propietario siempre desea conocer la decisión óptima.

Debe añadirse, en relación a riesgos y valor, que la cobertura de riesgos tiene un precio, como ocurre por ejemplo en un seguro.

Como expresión que puede ilustrar, de manera muy simplificada, los riesgos de la vinculación entre activos financieros e inmobiliarios, puede citarse que para invertir se necesita dinero hoy, por lo que debe buscarse financiación. En esta frase se concentran dos riesgos: el de la inversión y el de la financiación.

6.3.2.2 Riesgo de inversión y confianza

Una inversión responde a una estrategia o, más genéricamente, a los objetivos de quien se plantea acometerla. Para ello es preciso disponer de la mejor información acerca de lo que se pretende conseguir y sobre cómo lograrlo.

Antes de acometer una inversión, si ésta tiene componente económico, se entiende necesario realizar un análisis financiero (lo que en términos coloquiales se considera “hacer números”).

Este análisis puede ser más o menos riguroso, contar con más o menos conocimientos financieros, o puede basarse en la intuición o en experiencias previas.

Sin embargo, sea cual sea su método para disponer de proyecciones futuras de cobros y pagos, serán siempre estimaciones que solamente el paso del tiempo podrá confirmar.

6. Contraste de las hipótesis

Como irónicamente expresó George E. P. Box, “*todos los modelos están equivocados, pero algunos son útiles*”, en su versión original “*all models are wrong but some are useful*” (Box, 1979).

Efectivamente, todo proyecto a futuro incorpora riesgo. El futuro es desconocido, por lo que toda inversión contempla un grado de riesgo.

Puede haber innumerables motivos para emprender un proyecto o para efectuar una inversión, pero entre ellos prevalece el de la rentabilidad y el de los riesgos asociados a la misma.

Dentro del entorno de la inversión, diversificar se entiende como un mecanismo para evitar o reducir los riesgos, representativo además de una gestión prudente y rigurosa.

Para disponer de un mismo criterio en la lectura de lo que aquí se expone, debemos recordar que lo que para un inversor es financiación para la entidad crediticia que la concede es inversión. Por tanto, todo lo relacionado con la inversión en lo que a riesgo, rentabilidad y diversificación se refiere también debería ser aplicable a las entidades financieras, que invierten la mayor parte de sus recursos en la concesión de préstamos y créditos.

Recurriendo a un texto de Termes (1995) ya citado anteriormente, “[...] *una empresa financiera no puede quebrantar, en ningún momento, su línea de rentabilidad porque perdería la confianza del mercado. Y la confianza del mercado es indispensable para la supervivencia de la empresa financiera*”.

6.3.2.3 Riesgo de crédito y confianza

El “riesgo de crédito”, también denominado de insolvencia o default, es la posibilidad que existe de incurrir en una pérdida si una de las partes, la contrapartida de una operación, deja de cumplir completamente las obligaciones financieras acordadas, sea en plazo, forma o importe.

Se puede también incluir en el riesgo de crédito, e interesa aquí hacer referencia a ello, la disminución del valor de los activos, aunque la contrapartida cumpla con todo lo acordado.

Es decir, la calidad del riesgo puede venir determinada tanto por la probabilidad de incumplimiento del prestatario, como por la probabilidad de reducción de valor de las garantías.

- Incumplimiento prestatario
- Disminución valor garantía.

En esta investigación, nos interesa especialmente el riesgo de crédito debido a la disminución del valor de la garantía, que ilustra los efectos de la vinculación entre los dos activos, deuda e inmueble.

Debe recordarse que la Ley Hipotecaria vigente en España, expone en su artículo 104 que “*La hipoteca sujeta directa e inmediatamente los bienes sobre que se impone, cualquiera que sea su poseedor, al cumplimiento de la obligación para cuya seguridad fue constituida*”. La garantía aporta, pues, seguridad.

Además de los motivos citados, deben contemplarse también dos causas más de riesgo de crédito referidas a un acreedor que puede sufrir pérdidas en una determinada operación:

- la disminución del valor de un activo, motivada por la percepción que pueda tener el mercado del emisor de ese activo,

6. Contraste de las hipótesis

- las variaciones en la calificación otorgada por una agencia de rating a un emisor de productos financieros.

El crédito es un compromiso en virtud del cual una de las partes, el prestamista o acreedor, entrega un importe líquido en fecha presente al prestatario o deudor, para que éste lo devuelva en plazo futuro y con determinado interés. Las dos partes satisfacen sus objetivos con ese contrato.

Para el prestamista el interés supone una rentabilidad, que se obtiene de transformar fondos dinerarios disponibles en un activo financiero crediticio, con o sin garantía.

Para el prestatario el interés supone un coste financiero, el denominado servicio de la deuda, que le permite disponer de los fondos a fecha presente, para acometer determinada inversión cuya rentabilidad se supone mayor que aquél.

Al confirmarse el trato, por el que se intercambia dinero actual por dinero futuro con su correspondiente coste, se entiende que existe confianza entre las dos partes acerca del cumplimiento del compromiso, y que, por tanto, las previsiones de rentabilidad y de disponibilidad de liquidez van a confirmarse.

Se presupone que ambas partes, al asumir dicho compromiso, habrán evaluado previamente las probabilidades de éxito y, por tanto, los riesgos que podrían alterar esas previsiones.

¿Qué sentido puede tener conceder créditos hipotecarios de mayor riesgo del que sería prudente? ¿Qué influencia tiene la vinculación entre los activos financieros e inmobiliarios en los riesgos excesivos asumidos en algunas ocasiones?

En EEUU se denominó “*subprime*” al mercado de hipotecas de alto riesgo. En España, sin llegar al mismo volumen, se han originado también muchos préstamos o créditos hipotecarios de dudosa calidad crediticia.

Una idea asumida por ambos sectores es que la disponibilidad de crédito hipotecario arriesgado —es decir, la concesión de financiación a prestatarios no suficientemente solventes, tomando como garantía un inmueble—, se basa en la creencia de que tanto prestatario (deudor) como prestamista (financiera) se beneficiarán del incremento en el precio del inmueble —mayoritariamente residencial, si atendemos al volumen de este tipo de operaciones.

Pero ese hipotético incremento del inmueble se produce o se estima que se producirá en el corto plazo. Nada permite afirmar que va a mantenerse a medio o largo plazo.

Así se ha confirmado en el declive de ciclos inmobiliarios, produciéndose ese efecto en el precio de las viviendas (Mian y Sufi, 2008).

Así lo han confirmado, asimismo, todos los ciclos que han antecedido a cualquiera de los ya ocurridos.

6.3.2.4 Riesgo de titulización y confianza

Las titulizaciones, según se ha explicado, son operaciones en las que las entidades transforman un activo no negociable, como puede ser un préstamo o crédito hipotecario, en un título que puede ser adquirido por los inversores directamente y es negociable en un mercado secundario.

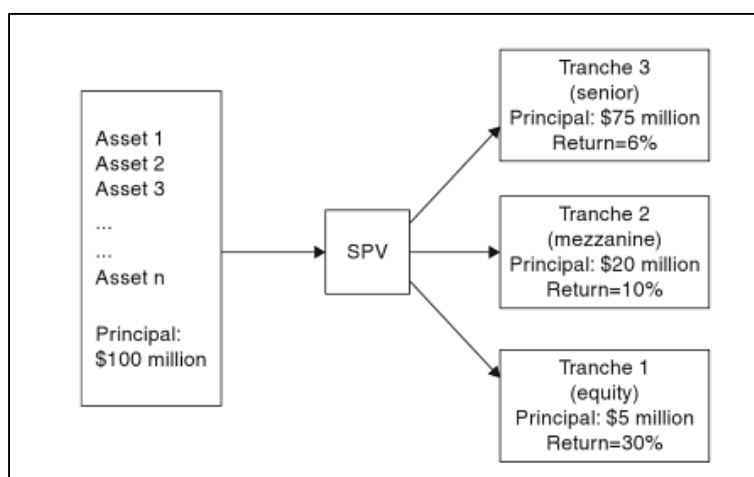
6. Contraste de las hipótesis

La rápida innovación financiera, unida al volumen que aporta la globalización con su facilidad para el movimiento de flujos de dinero, ha creado productos financieros basados en el valor de su subyacente, que pueden tener tramos de diferente calidad crediticia.

Se trata, pues, de un mecanismo que genera una “cascada de flujos”, que retribuye a cada tramo.

En las siguientes cuatro figuras puede observarse el funcionamiento y la complejidad de dicha “cascada de flujos”, relativa a cada tramo de un instrumento financiero estructurado.

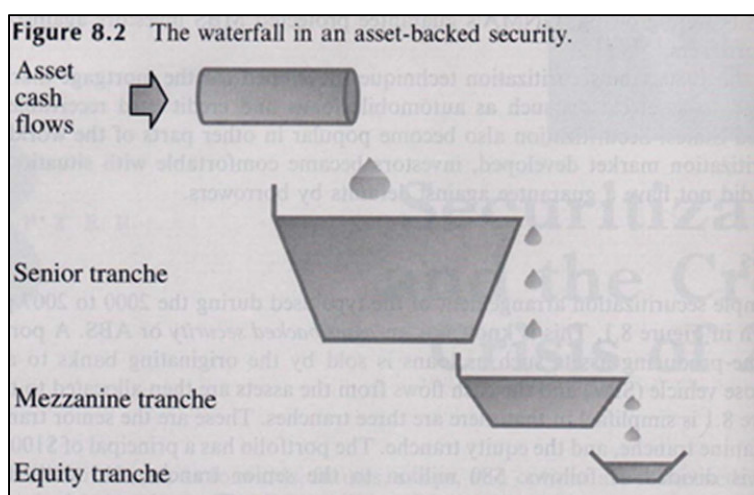
La primera figura ilustra la descomposición en diferentes tramos (“*senior*” o preferente, “*mezzanine*” o intermedio y “*equity*” o de primeras pérdidas) de un instrumento estructurado que incorpora una cartera de activos (“*assets*”). Cada tramo tiene una diferente rentabilidad, establecida en este ejemplo en un diferencial sobre el Libor.



Fuente: Hull (2013)

Figura 6.15 Tramos de un instrumento financiero estructurado

La siguiente figura ilustra la “cascada de pagos” entre los tramos antes expuestos.

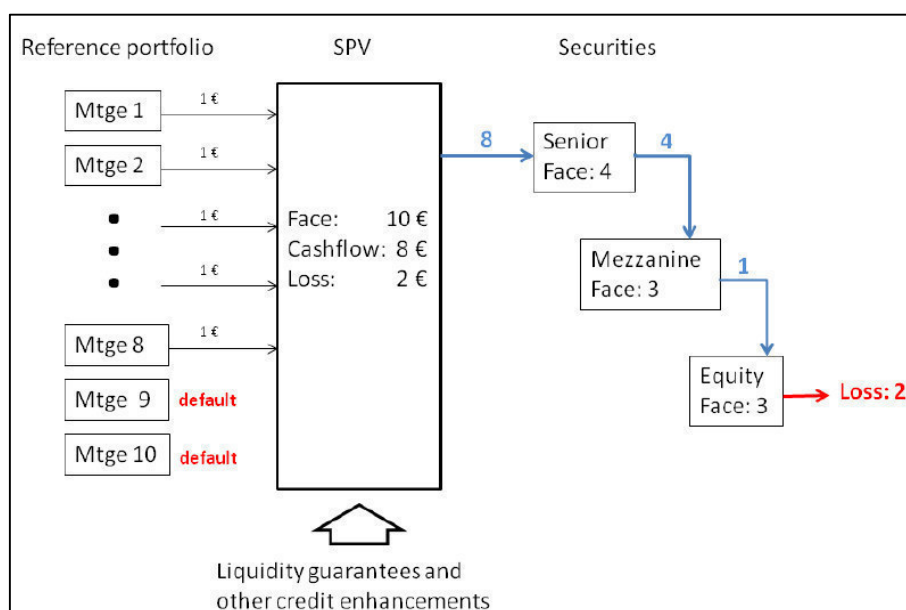


Fuente: Hull (2012)

Figura 6.16 Pagos en cascada de los tramos de un instrumento financiero estructurado

6. Contraste de las hipótesis

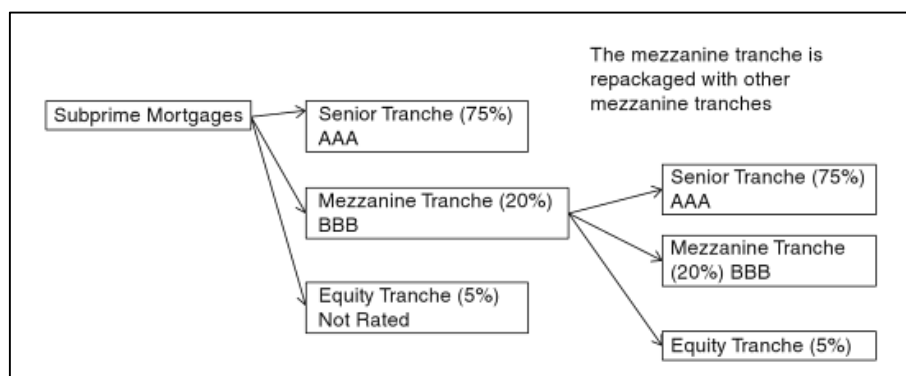
El contenido del dibujo anterior, figurativo y simbólico, puede exponerse de una manera más rigurosa en la imagen siguiente. En ella puede apreciarse un ejemplo ficticio y simplificado del funcionamiento de los tramos y de su retribución en cascada (“*waterfall*”). En la figura se muestra un título, de valor nominal 10 € (“*face*”), que incluye diez hipotecas residenciales uniformemente repartidas en 1 € cada una. Si dos hipotecas fallan, pueden pagarse los restantes 8 € a los diferentes tramos, según su nivel. Al primer tramo, “*senior*”, le corresponden 4 € (“*face*”) y se le pagan 4 € de los 8 € disponibles. Al tramo “*mezzanine*” le corresponden 3 € y se le pagan 3 € de los 4 € que restan tras atender a la liquidación del tramo anterior. Al tramo “*equity*” le corresponden 3 €, pero solamente puede pagarse 1 €, por lo que debe asumir una pérdida de 2 €. Como se observa, se trata de una cascada de flujos en la que los tramos más altos tienen una mayor seguridad, mientras que los subordinados son los que primero asumen las pérdidas (Geidosch, 2014).



Fuente: Geidosch (2014)

Figura 6.17 Ejemplo de estructura de retribución a tramos de un título estructurado

Finalmente, la siguiente figura incorpora un nivel superior de complejidad, asignando nuevamente tramos al tramo intermedio (“*mezzanine*”) de la estructuración inicial.



Fuente: Hull (2013)

Figura 6.18 Reestructuración en nuevos tramos de un tramo “*mezzanine*”

6. Contraste de las hipótesis

Como puede observarse en las cuatro figuras, que sirven de ejemplo a lo que aquí se expone, el nivel de complejidad y, asimismo, de opacidad que caracteriza este tipo de instrumentos financieros está íntimamente relacionado con el riesgo.

Si se producen impagos del activo subyacente, es decir, si se dejan de pagar los créditos hipotecarios los inversores dejan de cobrar su interés.

Dado que existen diferentes tramos, la cadena de impagos afecta a cada uno de ellos de diferente manera y en diferente momento. Primero los tramos de *equity*, que incorporan la primera pérdida, luego los *mezzanine*, y finalmente los *senior*, como puede verse en la figura 6.17.

Es decir, cuanto más calidad crediticia tiene cada tramo de una titulización, menos probabilidad de que le afecten los impagos y, por tanto, de que se dejen de percibir los intereses.

Se entiende, pues, que **la capacidad de agrupar diferentes activos hipotecarios en diversos tramos permite creer que quien efectúa esa clasificación conoce el riesgo de cada crédito incorporado al título. Asimismo, el inversor que opta por uno u otro tramo, al ser capaz de observar la diferente rentabilidad de cada uno, o la calificación rating asignada, conoce también el grado de riesgo de cada tramo.**

Son dos tipos de decisiones tomadas en base a un conocimiento de los activos con los que se opera, per se o a través de información facilitada por expertos.

Segmentar los tramos de un proceso de titulización de créditos hipotecarios supone conocer las diferencias entre uno y otro crédito de la cartera en lo que a riesgo se refiere, al objeto de asignarle una diferente rentabilidad. Se trata de gestionar riesgos, que van a ser transmitidos con la información suficiente acerca de ellos, quedando todos los tramos afectados.

Sin embargo, en el momento en que aparecen los primeros problemas de impago en la cesta de hipotecas subyacente que corresponde a los primeros tramos, el problema se traslada al resto de la cadena, generando una mayor incertidumbre y una acusada variabilidad en el valor de las carteras de activos.

Como se ha expuesto, la posibilidad y capacidad de seleccionar riesgos, asignándolos a diferentes tramos ("*equity*, *mezzanine*, *senior*") y sus correspondientes tasas de morosidad, permite suponer que, **efectivamente, sí se conocen esos riesgos**. Este proceso de selección y asignación se efectúa por medio de procesos de "*stripping*", término derivado de *STRIPS*, acrónimo de "*Separate trading of registered interest and principal securities*", introducido en 1985 por los bancos de inversión Merrill Lynch y Salomon Brothers.

Mediante un proceso denominado de "*stripping*", cualquier activo es susceptible de ser desagregado o segmentado en diferentes partes de mayor o menor calidad. Esta práctica permite, mediante la aplicación de "ingeniería o cirugía financiera", diferenciar tramos según la calidad de los activos subyacentes, o mezclarlos para formar coberturas, combinando activos con rentabilidades inversamente correlacionadas (Calatayud, 1996).

La capacidad de desarrollar procesos de "*stripping*" implica que **se conocen los riesgos con los que se trabaja**.

6. Contraste de las hipótesis

En resumen, se opera con títulos financieros tipificados con diferentes riesgos y rentabilidades, según ratings de agencias de calificación, que incorporan créditos hipotecarios los cuales, asimismo, tienen una diferente calidad crediticia, es decir, un mayor o menor riesgo. Y este mecanismo es conocido por quienes integran este mercado, pues los precios de cada activo resumen el riesgo que incorporan.

Así pues, los riesgos de los activos no solamente se conocen, sino que es posible valorarlos y transaccionar con ellos.

Además de los riesgos intrínsecos de cada tipo de activo, deben añadirse los que corresponden a su operativa, como son el apalancamiento sin límite y la complejidad que incorporan los procesos, que incluye su propia valoración, de la que se tratará más adelante.

Dado que los riesgos forman parte de las decisiones de las personas, interesa diferenciar lo que podemos entender por decisiones racionales y decisiones oportunistas.

El concepto de racionalidad limitada proviene de Simon (1961), que la definió como un *“comportamiento intencionalmente racional pero limitado, pues todas las organizaciones e individuos desarrollan programas de acción que sirven como alternativas de elección en situaciones repetitivas”*. Por su parte, también siguiendo a Simon (1961), el oportunismo es *“la búsqueda, con engaño, del propio interés”*. La racionalidad limitada conduce a la existencia de contratos incompletos, en tanto que el oportunismo lleva al riesgo moral y a la posibilidad de selección adversa.

6.3.2.5 Tipo de interés y concentración

Indudablemente, la tasa de interés en determinado momento puede hacer más atractivos unos proyectos que otros, dado que la comparación entre el coste de financiar una inversión con el retorno de la misma, en uno u otro escenario, puede alentar la demanda por parte de determinados agentes.

Incluso en términos menos profesionales, en lo que respecta a la compra de viviendas por parte de las familias (en muchos casos la mayor inversión que se hará en toda una vida), puede efectuarse comparando el coste de alquiler medio con el coste de una cuota hipotecaria. El mismo razonamiento se sigue al evaluar lo que se obtiene a cambio del coste de lo que se invierte, dejando aquí aparte cuestiones psicológicas, o actitudes descritas por las teorías económicas conductistas.

Se entiende que el grado de concentración en una cartera de inversión, o en financiación, debería estar basado en la prudencia, existiendo abundante literatura científica y experiencia real que avala la conveniencia de diversificar riesgos. Hay diversos modelos, financieros y matemáticos, para evaluar la óptima diversificación, aunque no serán descritos aquí por no ser necesario incorporar dicho nivel técnico financiero en este estudio.

La asunción de un grado excesivo de concentración implica una asunción de riesgo (que en ningún caso puede considerarse imprevisible o sobrevenido), y una rentabilidad (que probablemente, por su prima respecto a opciones alternativas, puede ser un incentivo para asumir riesgos excesivos).

Estos temas están muy estudiados en el ámbito financiero, por lo que un excesivo nivel de concentración en la financiación inmobiliaria se efectúa con conocimiento del riesgo que ello

6. Contraste de las hipótesis

supone por parte de quien aprueba esa concesión de deuda.

No puede existir ignorancia en la “conveniencia” de una suficiente diversificación, dentro de un contexto profesional como el que define al sector financiero.

Como señala Suárez (2011), en relación con el ciclo inmobiliario de promoción residencial en España 1997-2007, “*el elevado crecimiento de los créditos hipotecarios, tanto al comprador final como a los promotores, llevó a un problema obvio: la concentración de riesgos*”. Esto se tradujo en un porcentaje muy alto de este tipo de inversión en los balances de algunas entidades crediticias. En concreto, según Suárez (2011), “*las cajas de ahorros llegaron a tener el 70% de la cartera de préstamos y créditos comprometida con el sector inmobiliario*”.

Puede imaginarse el colapso que puede suponer una crisis en el sector que concentra el 70% de los créditos. Hemos de entender, dado que otorgamos la máxima capacitación profesional a quienes gestionaron este tipo de entidades, que eran perfectamente conscientes del riesgo en que estaban incurriendo. Si se nos permite exponerlo de otra manera, debemos entender que quienes gestionaban ese 70% de crédito concentrado en un único sector, tan cíclico como el inmobiliario, eran **plenamente conscientes del riesgo** al que sometían los depósitos de todos sus clientes.

Sin duda, lo expuesto anteriormente no coincide con la idea de diversificación que se recomienda en todos los manuales financieros, aunque muchas entidades crediticias argumentaron su expansión a través de la concesión de hipotecas como estrategia de diversificación geográfica (Suárez, 2011).

6.3.3 Actitudes frente al riesgo

Muchas de las operaciones con activos financieros e inmobiliarios son decididas y gestionadas por profesionales, por lo que debemos entender que los riesgos son conocidos. Se evalúan las probabilidades de todos los riesgos, es decir, se analizan la incertidumbre y las probabilidades de los sucesos posibles, por parte de quienes toman las decisiones vinculadas a los mismos, y asimismo se supervisa su puesta en práctica.

Los diferentes niveles de riesgos van asociados a la rentabilidad que se demanda por asumirlos, concepto fácil de exponer pero difícil de cuantificar. Asimismo, la diferente aversión al riesgo (o incluso la preferencia por el mismo) de los decisores puede cambiar la valoración de la rentabilidad exigida a cada riesgo.

Como se vio en el apartado correspondiente, las actitudes frente al riesgo suelen dividirse entre:

- Aversión
- Indiferencia
- Preferencia.

De alguna manera, el propio funcionamiento del sistema y, sobre todo, su posible mala gestión (profesional o ética) constituyen una notable fuente de riesgo. Aunque esa posible mala gestión puede ser una decisión consciente, dentro de un contexto de preferencia por el riesgo y de la rentabilidad que ello supone.

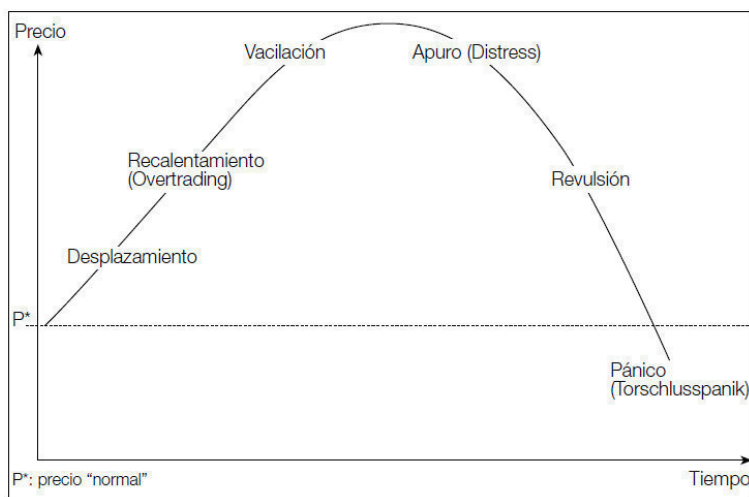
Siguiendo la exposición de Antelo y Peón (2011), podemos observar que la aversión al riesgo disminuye de forma muy notable en épocas de expansión (Shiller, 2000), lo que impele a asumir

6. Contraste de las hipótesis

riesgos en créditos y otro tipo de compromisos con pagos futuros sin suficiente análisis previo, o sin considerar los ciclos de la economía. Se trata de una relajación de cautelas, con la confianza que proporcionan el bienestar y el progreso. Como se ha expuesto en el marco de referencia de esta tesis, los ciclos inmobiliarios se transmiten al resto de la economía a través de los cambios en los precios de los inmuebles, muy especialmente de las viviendas, lo que afecta a la capacidad de endeudamiento de todos los agentes.

En cambio, en la fase de recesión, según Antelo y Peón (2011) y las referencias que citan, los riesgos se hacen más patentes y se tornan realidad las teorías ya conocidas (es decir, teorías que forman parte del conocimiento accesible o transmisible), que describen la inestabilidad del crédito (Minsky, 1982) o la formación de burbujas financieras (Kindleberger 1991).

El modelo de Minsky (1982), también citado por Kindleberger (1991, cap. 2) que le definió como “*especialmente pesimista [...] por su énfasis en la fragilidad del sistema monetario y su propensión al desastre*”, puede ilustrarse con la figura siguiente:



Fuente: Pastor (1999)

Figura 6.19 El modelo de Minsky según Kindleberger

La figura 6.19 describe una burbuja especulativa, que se inicia con el “*desplazamiento de la demanda hacia una clase particular de activo; el aumento de la demanda, que se enfrenta a una oferta inelástica, provoca el "recalentamiento" del mercado ("overtrading") y atrae la especulación*” (Pastor, 1999). Se indican las diferentes fases posteriores, dentro de cuyo esquema, siguiendo a Pastor (1999), “*los tenedores del activo y, en especial, las entidades financieras, advierten que si, por cualquier circunstancia, el precio del activo volviera a bajar hasta niveles más razonables, su balance se encontraría en situación precaria: es el momento de "apuro" ("distress"), en el que el mercado es muy sensible a cualquier mala noticia y exhibe, por consiguiente, esa vulnerabilidad que algunos sitúan en el centro de una crisis; en ese momento, los tenedores más avisados, o los más prudentes, empiezan a liquidar sus posiciones, lo que aumenta la presión vendedora*”, hasta finalizar en la “*ausencia de contrapartidas para las operaciones de venta –la súbita falta de liquidez del mercado– precipita la caída del precio; la fase final de "pánico" evoca la imagen de un portón que se cierra ("torschluss") mientras la gente se agolpa en la salida*” (Pastor, 1999).

6. Contraste de las hipótesis

Galbraith (1991, cap. 1) describe este tipo de ciclos de la manera siguiente: *“Los que estuvieron cabalgando en la cresta de la ola deciden que ya es tiempo de retirarse. Quienes creyeron que el alza iba a ser indefinida, ven sus ilusiones bruscamente defraudadas, y también responden a la realidad recién revelada vendiendo o tratando de vender. Así, se produce el colapso. Y de este modo se confirma la regla, apoyada en la experiencia de siglos: el episodio de especulación nunca termina con una lamentación y siempre con un choque violento”*.

La preferencia por el riesgo por parte de quien concede financiación disminuye la probabilidad de recobro de los créditos. En definitiva, **los riesgos se asumen por decisiones de personas**.

En otro apartado de la investigación se aborda la titularidad de las decisiones en toda situación, y las condiciones en las que éstas se ejecutan. Indudablemente, la motivación humana y los incentivos a la misma ejercen una gran influencia, así como las condiciones del entorno económico o jurídico en el que se opera. Sin embargo, interesa conocer la capacidad profesional de quien toma decisiones y su calidad ética. Debe entenderse, a todos los efectos, que en este apartado tomar decisiones es equivalente a asumir riesgos (per se o en nombre de otra persona). Y asumir riesgos implica un estudio de los mismos, y el ejercicio de la virtud de la prudencia.

6.3.3.1 Decisiones frente al riesgo

Atendiendo a los riesgos de crédito y a los inherentes a los productos estructurados, debemos estudiar **la capacidad y actitud de quienes operan con este tipo de activos, es decir, con este tipo de riesgos**.

Como se ha propuesto en otro apartado, no se opera con activos sino con su valor, y éste nunca es estable, excepto el dinerario determinado nominalmente.

Debemos preguntarnos si asumir riesgos es consecuencia de una decisión o es un proceso del que no se tiene el control total, lo que se traduce en evaluar la solvencia profesional y ética de los decisores.

Más allá de la necesaria prevención, las posibilidades para reducir el riesgo son compartirlo o hacerlo desaparecer transfiriéndolo a otras entidades o agentes. Esto puede conseguirse **disponiendo de una cobertura** (asumir un coste por disponer de cobertura en caso de fallo) o simplemente **transfiriendo su titularidad** (eliminar el riesgo del propio balance).

Debe recordarse aquí que no es lo mismo disponer de protección ante un riesgo propio que transferir dicho riesgo y dejar de asumirlo.

Tomando como punto de partida que la acumulación de riesgo, o la preferencia por un mayor riesgo, puede asimilarse a una preferencia por una mayor rentabilidad, eventualmente es posible suponer que **la asunción de un riesgo excesivo, antes que a una preferencia propia del individuo, puede ser debida a una decisión o a una estrategia previa, encaminada a obtener mayor rentabilidad**.

Partiendo de esta afirmación, entendemos que asumir riesgos excesivos puede responder a tres posibles escenarios generales:

- **Transferencia**. Posibilidad o intencionalidad de eliminarlo, transfiriéndolo a otro individuo.
- **Ignorancia**. Malos cálculos, error en los cálculos, irracionalidad, minusvalorar riesgos.

6. Contraste de las hipótesis

- **Cobertura.** Disponer de determinado aseguramiento ante los riesgos. Ello implica operar sabiendo que no hay riesgo y también saber que el riesgo real no coincide con el percibido.

En el apartado en el que se han descrito los conceptos de riesgo e incertidumbre, se ha citado una posible cuarta causa, con orígenes patológicos ligados a la zona límbica del cerebro, que reducen la sensación de miedo y llevan a que el paciente adopte decisiones de gran riesgo. Aquí, en aras de dotar a las decisiones que incorporan riesgo de un componente de racionalidad o conciencia, se elude esta posible causa, sin dejar de considerar su importancia.

Por último, siguiendo teorías conductistas, muchas decisiones se adoptan por actitudes de rebaño, sin tener conciencia de lo que se hace. Las incorporamos en el apartado de ignorancia, irracionalidad o minusvaloración de riesgos.

6.3.3.2 Transferencia de riesgos

Desprenderse de los riesgos conservando los beneficios obtenidos tras su inicial asunción se corresponde con el modelo de titularizar. En el caso del modelo “titularizar para distribuir”, seguido en muchos procesos de activos hipotecarios en EEUU, implica un conocimiento previo de ese riesgo que, dado el objetivo de transferirlo, “permite” que éste sea mayor.

La posibilidad de poder eludir esos riesgos por la vía de su transmisión a otro agente, puede incentivar la asunción de más y mayores riesgos (dado que no van a ser asumidos). Esta operación, si entendemos que un mayor riesgo demanda una mayor rentabilidad, supone perseguir mayores beneficios con la posibilidad de desprenderse de sus riesgos asociados.

En cualquier caso, su consideración remite a los otros dos motivos generales, ignorancia o disponibilidad de cobertura, en tanto que éstos pueden ser los de quienes asumen los riesgos transmitidos al comprar sus títulos representativos.

Disponer de cobertura puede ser considerado, también, como un tipo de transmisión, pues quien aporta cobertura a determinado riesgo es, finalmente, quien asume ese riesgo. Ello implica la necesidad de analizar, rigurosamente, los riesgos que se aseguran.

Incluso en lo relativo a riesgos sistémicos, o riesgo moral, que se abordarán en este apartado, se entiende que deberían ser también objeto de previsión a largo plazo por parte de las autoridades correspondientes.

Dentro de las diferentes formas de aseguramiento de un riesgo, en este apartado se expondrá el caso de los CDS (*Credit Default Swap*), muy extendidos especialmente en EEUU con su modelo de originar para distribuir. Se trata de un muy singular caso de cubrir riesgos asumiendo otro gran riesgo, que en sí mismo puede llegar a ser sistémico.

Un posible argumento que deja claro el perfecto conocimiento del riesgo que en ocasiones se asume conscientemente es la transmisión de esos riesgos a otros, a través de su titularización. Incluso la misma posibilidad de trasladarlos incentiva la asunción de más y mayores riesgos, sabiendo que no van a ser asumidos. Ello puede promover, en otras regulaciones diferentes a la que rige en España, que este tipo de operaciones puedan llevarlas a cabo entidades que no pueden llamarse realmente bancarias, como sucedió en EEUU.

6. Contraste de las hipótesis

En el mercado del modelo “originar para distribuir”, o en ocasiones en las que se efectúa una venta de participaciones societarias de un sector que está en su fase de declive, puede interpretarse una voluntad de extraer los riesgos del balance de una entidad de crédito.

Ello puede ser una **evidencia de que esos riesgos se conocen**.

Incluso en el específico caso del diseño de tramos en titulaciones estructuradas se han evaluado los riesgos, al objeto de incluirlos en sus tramos correspondiente o, simplemente, para asignarles una determinada rentabilidad diferente a otra.

El riesgo desaparece cuando se cede un activo a otra parte interesada en la rentabilidad que ofrece. El ejemplo más claro y paradójico es el llamado “bono basura”, que ha tenido siempre un notable mercado. Bono basura, o bono estructurado, en finanzas es un título de renta fija que tiene un alto riesgo de impago y que en contraprestación debe pagar un tipo de interés más alto (es decir, proporcionar una rentabilidad más alta).

Así pues, **asumir riesgos superiores a los que una gestión prudente aconsejaría puede ser debido a que es posible (incluso rentable) traspasar estos riesgos a una contraparte, o a que se dispone de cobertura (como se verá más adelante)**.

Recapitulando, podemos afirmar que cuando un agente transfiere un riesgo existe otro agente que lo asume. Es decir, el riesgo no desaparece, sigue existiendo.

Dado que la voluntad previa de transferir riesgos puede incentivar que éstos sean superiores a los prudentes (incluso excesivos), ello supone que otro agente asume esos riesgos excesivos. Es decir, los riesgos excesivos siguen existiendo, no desaparecen.

Todo ello nos lleva a la conclusión de que transferir el riesgo no equivale a que desaparezca. Transferir el riesgo supone que éste cambia de propietario.

6.3.3.3 Ignorancia frente a riesgos excesivos

La ignorancia puede detectarse en innumerables casos en los que se adoptan decisiones y en incontables perfiles de individuos que las toman. Se trata, en última instancia, de decisiones tomadas o recomendadas con mayor o menor disponibilidad de información, y con determinada solvencia profesional y ética.

No es muy razonable argumentar ignorancia en las decisiones tomadas por gestores profesionales, que se entiende asumen responsabilidades después de haber sido seleccionados para ello en base a determinadas cualidades. De una u otra forma, su actuación está alineada con los intereses de la organización para la que operan, tal vez reforzados con incentivos o con sus propias preferencias.

No parece razonable que un gran número de financieros o gerentes vaya contra sus propios intereses, lo que puede hacer pensar en actitudes de mayor o menor calidad ética, alineadas con intereses particulares.

Debe dejarse abierta, sin embargo, la posibilidad de insuficiente capacidad profesional, aunque cuesta creer que tal problema pueda afectar a tantos individuos decisores, o no haya sido detectado por los filtros que se supone existen en organizaciones que gestionan grandes cifras de dinero.

6. Contraste de las hipótesis

Más allá de individuos particulares o familias adoptando decisiones, en el caso de las organizaciones profesionales, entre las que se incluyen todas las que componen el sector financiero y el inmobiliario, debe suponerse que sus agentes poseen suficiente capacidad profesional.

Dentro de la cadena que constituye la vinculación descrita entre activos inmobiliarios y activos financieros, se ha trabajado con productos financieros de difícil comprensión, incluso de composición absolutamente desconocida, que estaban accesibles en el mercado. En dicha cadena coinciden agentes informados con otros no informados, o con diferentes grados de información, en un claro ejemplo de asimetría informativa, pero también de preferencia por el riesgo, en pos de una rentabilidad certificada por otro agente de la cadena.

Como se ha descrito en otros apartados de esta investigación, en la cadena de operaciones que une un activo inmobiliario como garantía de un préstamo hipotecario que, a su vez, forma parte de una cartera que puede ser titulizada con diferentes tramos de riesgo, intervienen muchos agentes. La estructuración de los tramos se ha comparado con la actividad de un preciso cirujano que, conociendo los riesgos de cada activo crediticio, opera con ellos, agrupándolos teniendo en cuenta el mercado. Ross (1991), en palabras recogidas por Calatayud (1996), se refiere a la “*habilidad para transformar productos de baja calidad en instrumentos de alta calidad*” y cita las “*herramientas de cirujano para aumentar o disminuir el riesgo conjunto de una cartera de renta fija*”.

Como ya se ha expuesto antes, **no es posible argüir ignorancia de los riesgos, cuando se trabaja con ellos con gran precisión.**

Sí, en cambio, puede suponerse ignorancia por parte de inversores confiados o excesivamente atraídos por altas rentabilidades, hasta posiblemente cegar la prudencia.

En cualquier caso, exista o no ignorancia acerca del riesgo de determinados activos u operaciones, la historia aporta información y se dispone de la misma.

A título de ejemplo, baste decir que el autor de esta tesis ha tenido fácil acceso a mucha información. Aunque, ciertamente, en muchas ocasiones la dificultad estriba en su comprensión.

Además de lo que la historia aporta, muchos profesionales han advertido de los riesgos, probablemente excesivos, en los que se incurre en determinados momentos. Lo cual no solamente debe servir como alerta ante la cual incrementar cautela o supervisión, sino como constancia de actitudes no suficientemente atentas o sensibles a ese tipo de advertencias.

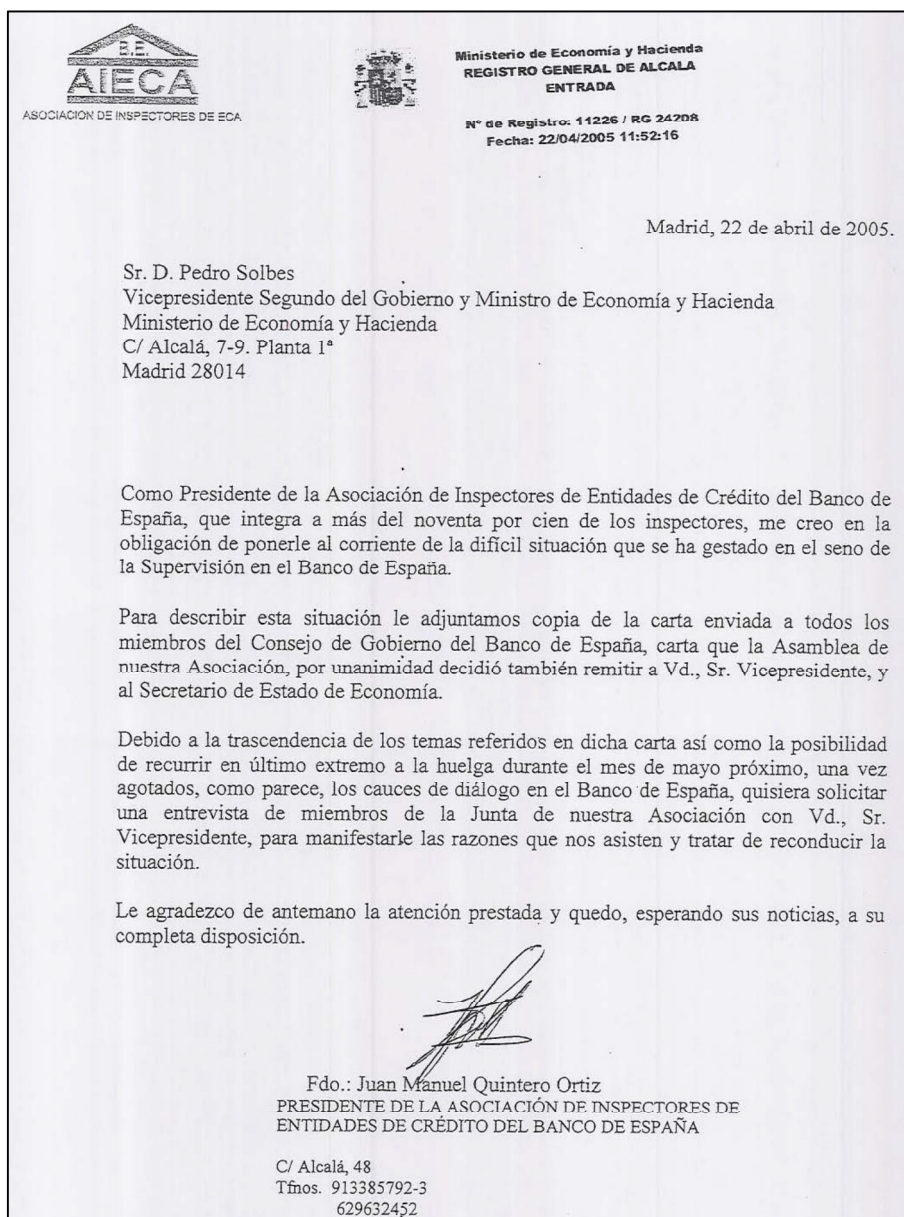
En España, los inspectores del Banco de España enviaron en 2005 y 2006 dos cartas al entonces ministro de Economía, señalando la insuficiente reacción de quienes regían la institución, alertando del arriesgado crecimiento del crédito bancario y de las consecuencias que de ello podían derivarse.

Se reproducen a continuación dichas cartas, extraídas del documento “Primera pregunta sobre la crisis de España”, de Fernández (2012).

En la primera, enviada dos años antes de la fecha que podemos entender como de inicio de la crisis, se hace mención a la función de “*Supervisión en el Banco de España*”, en cuyo ámbito manifiestan que se ha gestado una “*difícil situación*”.

6. Contraste de las hipótesis

Carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) a don Pedro Solbes (ministro de Economía y Hacienda) el 22 de abril de 2005.




Fuente: Fernández (2012)

Figura 6.20 Carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) al ministro de Economía y Hacienda el 22 de abril de 2005

A esta carta, le siguió otra que se reproduce a continuación:

6. Contraste de las hipótesis

Carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) a la directora del Gabinete de don Pedro Solbes (ministro de Economía y Hacienda) el 26 de mayo de 2006.

Madrid, 26 de mayo de 2006

A la atención de D^a María Soledad Abad Rico, Directora del Gabinete del Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda.

Estimada señora Abad:

En la medida en que el responsable último de la labor de supervisión de las entidades de crédito españolas es el Ministro de Economía y Hacienda, los inspectores del Banco de España nos ponemos en contacto con usted, como Directora de su Gabinete, para comunicarle nuestra intención de realizar un comunicado público como asociación profesional en el que mostraremos nuestras profundas discrepancias con el todavía Gobernador del Banco de España, el señor don Jaime Caruana Lacorte, por su generosa evaluación de su gestión al frente de la supervisión eludiendo sus responsabilidades en la generación de los desequilibrios que él mismo señala.


Nuestro sentido de la responsabilidad, así como la lealtad que le debemos a la Institución para la que trabajamos, nos obligan a desmarcarnos de los imprudentes análisis de la realidad que presenta el señor don Jaime Caruana en sus últimas comparecencias públicas. Nosotros, que somos los que examinamos *in situ* la situación de las entidades sometidas a la supervisión del Banco de España —incluidas las sociedades de tasación—, conocemos de primera mano el frágil estado en el que se encuentra el mercado inmobiliario en España y conocemos también las implicaciones que pondrían tener para la economía en su conjunto y para el sector financiero en particular una corrección desordenada de sus evidentes desequilibrios. En una situación así, permanecer callados ante las continuas manifestaciones de complaciente optimismo realizadas por el Gobernador del Banco de España en sus últimos discursos nos haría partícipes de sus análisis y de sus errores, lo que es más de lo que se nos puede exigir como profesionales de la supervisión bancaria.

Por todo ello, adjunta a esta carta, le remitimos en forma de nota informativa dirigida al Sr. Ministro los argumentos que servirán de base para la elaboración del comunicado que hará público la Asociación de Inspectores del Banco de España, para que usted, en calidad de Directora de su Gabinete, decida si se debe informar de esta cuestión, como nosotros creemos, al señor Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda.

Quedando a su entera disposición para cuantas aclaraciones estime oportunas, le saludamos atentamente

Ministerio de Economía y Hacienda
REGISTRO GENERAL DE ALCALA
ENTRADA

Nº de Registro: 20204 / RG 40735
Fecha: 26/05/2006 13:03:11



Juan Manuel Quintero
Presidente de AIECA

Teléfonos de contacto: 629632452 y 676379554
1 documento anejo: Nota informativa de AIECA dirigida al Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda

Fuente: Fernández (2012)

Figura 6.21 Carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) a la directora del Gabinete del ministro de Economía y Hacienda el 26 de mayo de 2006

6. Contraste de las hipótesis

En esta última carta (Figura 6.21) se alude muy claramente a lo que los inspectores del Banco de España consideran unos “*imprudentes análisis de la realidad*” por parte del entonces gobernador del Banco de España. Obsérvese que se alude a las sociedades de tasación y al frágil estado del mercado inmobiliario, advirtiendo de las “*implicaciones que podrían tener para la economía en su conjunto y para el sector financiero en particular una corrección desordenada de sus evidentes desequilibrios*”.

Se reproducen a continuación dos extractos del Anexo a la carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) a la directora del Gabinete de don Pedro Solbes (ministro de Economía y Hacienda) el 26 de mayo de 2006:

En resumen, los inspectores del Banco de España no compartimos la complaciente actitud del Gobernador del Banco de España ante la creciente acumulación de riesgos en el sistema bancario español derivados de la anómala evolución del mercado inmobiliario nacional durante sus seis años de mandato, ni tampoco coincidimos completamente con él sobre las causas del, a nuestro juicio, insostenible comportamiento de los precios de los inmuebles en España, ni sobre las medidas a adoptar para reconducir la situación hasta hacerla aceptable. El bienintencionado optimismo del Gobernador, lejos de tranquilizarnos, nos inquieta. Nosotros, los inspectores y técnicos de supervisión del Banco de España, precisamente porque somos los que examinamos *in situ* la situación de las entidades bajo el ámbito de supervisión de esta Institución, incluidas las sociedades de tasación, conocemos de primera mano la situación del sistema financiero español y la del mercado inmobiliario nacional —información que, como no podría ser de otra manera, hemos comunicado puntual y lealmente a los órganos rectores del Banco de España a través de nuestros informes de inspección—, por lo que, siendo conscientes como nadie de los riesgos a los que nos enfrentamos, no podemos ser tan optimistas como está demostrado ser, al menos por ahora, nuestro Gobernador.

Fuente: Fernández (2012)

Figura 6.22 Extracto del Anexo a la carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) a la directora del Gabinete del ministro de Economía y Hacienda el 26 de mayo de 2006 (1)

Por todo ello, y como reflejo de la lealtad que le debemos a la Institución en la que trabajamos, los Inspectores del Banco de España nos vemos en la obligación de hacer constar que el nivel de riesgo acumulado en el sistema financiero español como consecuencia de la anómala evolución del mercado inmobiliario en España en los últimos seis años es muy superior al que se desprende de la lectura de los mencionados discursos del Gobernador. Además, creemos que su análisis sobre las circunstancias que han propiciado la delicada situación actual es, cuando menos, parcial, ya que obvia una de sus causas más evidentes: la pasiva actitud adoptada por los órganos rectores del Banco de España —con su Gobernador a la cabeza— ante el insostenible crecimiento del crédito bancario en España durante los años del mandato del señor Caruana. En nuestra opinión, detrás de este crecimiento desordenado del crédito —especialmente, en la parte dedicada a la financiación de la actividad inmobiliaria— se encuentra, en último término, la falta de determinación demostrada por el Gobernador para exigir a las entidades sometidas a la supervisión del Banco de España el rigor en la asunción de riesgos exigible a gestores de recursos ajenos. Como consecuencia inmediata de esta ausencia de medidas, el proceso de aceleración del crédito bancario, originalmente circunscrito a las entidades con menor cultura en el control de sus riesgos, se ha ido extendiendo a las demás entidades de crédito que operan en el sistema financiero español por efecto de la, por otro lado saludable, competencia. De este modo, incluso las entidades con mejores sistemas de evaluación y gestión del riesgo, se han visto “obligadas” a entrar en esta carrera por la captación de negocio y —muy a su pesar y con el único objetivo de evitar ser

Fuente: Fernández (2012)

Figura 6.23 Extracto del Anexo a la carta enviada por la AIECA (Asociación de Inspectores de Entidades de Crédito del Banco de España) a la directora del Gabinete del ministro de Economía y Hacienda el 26 de mayo de 2006 (2)

Desde esta tesis no se pretende juzgar o comentar el contenido de estas cartas, de las que se desconoce el contexto en que fueron redactadas, pero su simple existencia pone de manifiesto

6. Contraste de las hipótesis

que había opiniones contrapuestas, o cuando menos diferentes, respecto a una situación y el alcance de su supervisión. Analizando las cartas, interesa remarcar que **el año 2006 ya era posible conocer el ajuste que debería efectuarse poco tiempo después**, ante la difícil reversión de la compleja interrelación existente entre activos financieros e inmobiliarios, y de lo que ello suponía para todos los agentes o partícipes involucrados. Como se lee en el extracto de la carta, los inspectores del Banco de España manifiestan que “*conocemos de primera mano la situación del sistema financiero español y la del mercado inmobiliario nacional*”. Entendemos que también era conocido por otras personas o entidades, sin que ello impidiera salidas a bolsa de organizaciones inmobiliarias o mayor financiación de activos con sus valores en el extremo más alto del ciclo.

Resumiendo lo expuesto, creemos que la ignorancia ante los riesgos puede entenderse como una actitud que existe de forma autónoma o condicionada.

La ignorancia, o la insuficiente información, puede ser un componente de determinadas operaciones cuyo riesgo excede del que aconseja la prudencia.

Sin embargo, en algunos entornos profesionales no es posible considerar la ignorancia como causa de la asunción de mayores riesgos, atendiendo a la capacidad de determinados agentes y a las enseñanzas disponibles de situaciones anteriores.

La ignorancia no elimina el riesgo, aunque se haya incurrido en él sin conocimiento del mismo.

6.3.3.4 Cobertura para el riesgo o desaparición de un riesgo advertido

La idea de que pueden asumirse mayores riesgos con el convencimiento de que no va a suponer un mayor coste a la rentabilidad si sucede lo contrario a lo previsto, puede verse refrendada por la existencia de instrumentos de cobertura en el mercado.

Como se ha expuesto en diferentes apartados de esta investigación, la decisión de protegerse de un riesgo, como en el caso de los seguros tradicionales, implica necesariamente que se tiene conciencia del mismo. Es decir, **protegerse implica conocer el riesgo que existe**.

Será posible asumir riesgos, o incluso asumir riesgos eventualmente excesivos, si se dispone de cobertura. Se trata de una actitud en cierto modo oportunista, pero perfectamente posible dentro de un entorno que permite negociar con riesgos en mercados organizados.

Como se expondrá con mayor detalle más adelante, puede obtenerse cobertura con instrumentos financieros como por ejemplo son los *Credit Default Swaps* (CDS) o Swaps de incumplimiento crediticio. Se trata de un **contrato entre un comprador y un vendedor de protección**. De hecho, en cierta medida, es otro tipo de transmisión, pues supone trasladar el riesgo a quien lo asegura.

Este producto merece ser citado aquí por su gran importancia, dado que el mercado de derivados sobre coberturas de tipos de interés es, con mucha diferencia, el que tiene un mayor volumen en el mundo. De dicha situación, dado su inmenso tamaño económico, se infiere que la posible quiebra de un asegurador remite directamente al tema del riesgo moral, pues deberá ser “salvado” y recapitalizado por “alguien”, como se demostró en EEUU con el caso de los “*monolines*” (empresas de aseguramiento).

6. Contraste de las hipótesis

El riesgo es evidente, pues **si quiebra el garante, quiebran todas las garantías**, con las consecuencias que ello supone para todos los títulos asegurados y para el negocio de la estructuración bancaria.

La realidad confirmó en el 2008 tal hipótesis, cuando el rescate de los “*monolines*” en grandes dificultades hizo subir rápidamente las cotizaciones de todas las bolsas mundiales.

El proceso que puede producirse en el mercado que relaciona todos los activos citados, se basa en la posibilidad de transmitir los riesgos a quien se ofrece a asegurarlos, en la confianza de que si esa aseguradora quiebra, “alguien” se encargará de recapitalizarla, por el bien de todo el sistema. Bajo esta premisa, puede suponerse que a nadie le conviene un desequilibrio a gran escala, por lo que el sistema se encargará de reequilibrarlo todo. Se trata del riesgo moral.

En definitiva, el riesgo moral es un seguro implícito con el que se cuenta. Es, pues, razonable establecer una supervisión, rigurosa y continuada, para detectar prácticas que solamente son entendibles con la convicción de que se dispone de una potente red de seguridad.

La existencia de una protección reduce el rigor en los controles y permite asumir más riesgos, conscientes de que el peligro es menor. Como ilustrativa comparación, se ha propuesto la seguridad que puede tener un sistema bancario con la que un trapecista puede tener gracias a la red instalada en el circo (Kane, 2004). Sabiendo que esa red existe, que en el caso financiero se refiere al “riesgo moral”, la institución financiera y el trapecista pueden estar dispuestos (incluso motivados) a ejercicios más arriesgados.

Sin embargo, la disponibilidad “excesiva” de redes de seguridad públicas puede diluir el efecto regulador del funcionamiento del mercado y, por lo tanto, generar actitudes que tal vez resulten excesivamente arriesgadas (Caprio, Demirgüç-Kunt y Kane, 2008).

Recapitulando lo expuesto, podemos concluir que protegerse implica tener conciencia del riesgo.

La protección es también un negocio, lícito y susceptible de gran rigor, gestionado por organizaciones cuya quiebra puede suponer un riesgo mucho mayor del que inicialmente se cubría.

En el apartado anterior se ha expuesto que el riesgo transmitido lo asume otra parte, la que lo recibe. Ese agente que recibe el riesgo transmitido puede cubrirlo, “asegararlo” con la protección de otro agente cuya fuente de negocio es asumir ese riesgo. Cubrir el riesgo es, pues, transmitir todo o parte del mismo a otro agente.

La cadena que vincula activos financieros e inmobiliarios puede incrementarse con nuevos eslabones de cobertura de riesgos, que se negocian y se transmiten.

6.3.4 Instrumentos de cobertura

Expuesto el concepto de cobertura de riesgos, que entronca directamente con el de su transmisión, dado que implica transferir todo o parte del riesgo asociado a un activo negociable, se desarrollan a continuación tres instrumentos de cobertura, o aseguramiento, en el marco de la vinculación entre el sector financiero e inmobiliario: la cobertura hipotecaria, las provisiones y la que resulta del recurso a los CDS, como caso muy extremo pero altamente ejemplificador en lo que a negociación de riesgos se refiere.

6. Contraste de las hipótesis

6.3.4.1 Cobertura con garantía hipotecaria

Una garantía hipotecaria podría entenderse, de hecho, como un determinado modelo de cobertura, consistente en disponer de acceso privilegiado a un bien inmobiliario cuyo valor cubre el riesgo económico del impago del crédito.

El artículo 104 de la Ley Hipotecaria española indica que *“La hipoteca sujeta directa e inmediatamente los bienes sobre que se impone, cualquiera que sea su poseedor, al cumplimiento de la obligación para cuya seguridad fue constituida”*. Como se observa, en la redacción del artículo se asocian los bienes que se sujetan a la hipoteca con su función de asegurar una obligación.

En la legislación española esta cobertura excede el propio bien hipotecado, y se extiende a todo patrimonio del deudor.

Sin embargo, la variabilidad de los valores de un bien inmueble, así como el LTV concedido, inciden en la estabilidad de esta cobertura. Asimismo, el coste del dinero invertido en un préstamo no va asociado a un incremento en riesgo o al paso del tiempo, como podría ser la revalorización anual de una póliza de seguros, sino que es una relación fija a lo largo de la vigencia del contrato de préstamo entre un tipo de interés de referencia, como puede ser el Euribor o el tipo interbancario, y un diferencial acumulativo o prima de riesgo.

Un contrato de préstamo hipotecario está referido durante un periodo de años acordado a una cifra del préstamo que se amortizará a lo largo de un tiempo determinado, a un interés anual fijo o variable, y al valor de una garantía hipotecaria.

Dejando aparte casos de amortizaciones anticipadas o situaciones de impago, solamente el importe del principal contratado y el interés fijo, de optarse por este tipo, son invariables. El interés variable, asociado a alguna referencia tipo que puede variar, y el valor del inmueble pueden cambiar en el tiempo.

Consecuentemente, el LTV también es variable atendiendo al posible cambio de valor del bien inmueble, o a la reducción del saldo vivo de la deuda.

De acuerdo con lo expuesto, la garantía hipotecaria con un bien inmueble, desde la perspectiva de un aseguramiento, es una cobertura que incorpora riesgo en su propio mecanismo. Aunque ese riesgo pueda ser razonable o, por el contrario, excesivo.

Un valor fijo, como es el caso del principal contratado del crédito, no queda infaliblemente cubierto con el valor de su colateral, ni es posible determinar el plazo en que ese valor podrá ser líquido en una determinada coyuntura socioeconómica, o ante la decisión de desinversión para saldar la deuda que se garantiza.

En resumen, si el valor de la cobertura puede variar, el riesgo del valor del activo cuyo valor se está respaldando no está totalmente asegurado, o no lo está en la proporción que preveía su originación.

La variación en los bienes inmuebles afecta a la seguridad de los préstamos o créditos hipotecarios que garantizan.

6. Contraste de las hipótesis

6.3.4.2 Cobertura con provisiones

En el sistema financiero existe otra posible fuente de aseguramiento, obligada a favor de quienes aportan capital o depósitos a las entidades de crédito, aunque conlleva un gran coste en consumo de recursos propios: las provisiones.

Consisten en dotaciones que deben efectuar las entidades de crédito, según directrices del Banco de España, como “colchón” ante posibles deterioros del riesgo de crédito. Su origen está, según Villasante (2005), en “las lecciones de la crisis 1978-1985”.

El hecho de estar reguladas supone que pueden incrementarse o reducirse a tenor de la situación económica, de manera que la tenencia de mayores riesgos significaría una mayor dotación de provisiones.

Como recapitulación de lo expuesto, puede advertirse que provisionar activos una vez confirmados e incurridos los riesgos, no previene de los mismos, sino que protege la solvencia de las entidades que los asumen. Se trata de una cobertura posterior al deterioro de valores o riesgos de balance.

Ello deja en evidencia que esos riesgos se han consumado y, por tanto, se asumieron sin la ahora necesaria provisión.

Resulta fácil detectar a posteriori lo que hubiera sido conveniente efectuar a priori. Pero las decisiones se toman siempre a priori, nunca a posteriori.

Sin embargo, siempre existe la duda acerca de si algún agente implicado era conocedor, o simplemente observador, del nivel de riesgo que se estaba acumulando a través de sucesivas operaciones arriesgadas.

La carta de los inspectores del Banco de España al ministro de Economía, de la que se ha incluido un extracto en estas páginas, es una muestra de que SÍ se conocían esos riesgos y de que hubo personas que, desde el compromiso que entendieron les imponía su solvencia profesional y ética, lo comunicaron a quien entendieron que debía saberlo.

6.3.4.3 Cobertura con titulización y con CDS

A pesar de la complejidad y opacidad de algunos instrumentos financieros a los que este estudio debe referirse, se entiende que es necesario conocer el funcionamiento y el circuito de algunos sistemas de cobertura de riesgos que las innovaciones financieras han aportado al mercado.

Se describe a continuación uno de los mecanismos utilizados en el modelo de originar para distribuir de EEUU, concebido para dotar de cobertura a diferentes formatos de titulizaciones de créditos hipotecarios.

Debe entenderse que el mercado estadounidense es muy diferente del español y que, además, el denominado segmento *subprime* no es directamente trasladable a la operativa española. Sin embargo, permite ilustrar la creación y disponibilidad de instrumentos financieros, su funcionamiento y su aportación a la gestión del riesgo de una determinada operación.

El mecanismo en cuestión es un instrumento de cobertura denominado CDS (*Credit Default Swap*), utilizado de manera masiva y con gran volumen, de inmensa influencia, que ya se ha citado en otros apartados de esta tesis.

6. Contraste de las hipótesis

La finalidad de las permutas de incumplimiento crediticio o CDS es confiar la seguridad de instrumentos financieros complejos a un mecanismo de mayor complejidad. Se trata de un producto muy difícil de valorar, y del que no siempre se dispone de toda la información.

Independientemente del funcionamiento de los CDS, que exponemos a continuación, la mera existencia de este producto financiero hace buena una vez más la afirmación de que **tomar una decisión ante el riesgo significa que éste se conoce**.

Un CDS constituye una cobertura basada en la transmisión del riesgo a un tercero, manteniendo el crédito en el balance de la entidad correspondiente. Es decir, **se transfiere el riesgo de crédito de una cartera de activos sin transferir dichos activos**.

Esto se consigue a través de derivados de crédito, habitualmente un *Credit Default Swap* (CDS), del que trataremos aquí como ejemplo, cuyo inmenso volumen económico es muy superior al de los activos que protegía. Baste decir en este sentido, que el mercado de los CDS fue muy superior al de los instrumentos (como por ejemplo los CDO) a los que servían de cobertura.

Para esta tesis, referirse a los CDS supone exponer hasta dónde puede llegar la cadena de vinculación entre activos y riesgos, que inicialmente hemos situado en la concesión de un crédito hipotecario aportando un inmueble como garantía. En el caso de los CDS se trata del máximo exponente de todo el proceso, por su trascendencia y por su capacidad de autorreplicarse.

En este tipo de titulización, a diferencia de la titulización tradicional, no hay transferencia de activos. A través del derivado de crédito se replica un activo para que una parte transfiera el riesgo de crédito a otra.

Podría afirmarse que el riesgo de crédito asumido por una contraparte, pasa a un tercero. Ello es así dado que se trata de una cobertura “aparentemente” total, pues se cede el riesgo (solamente el riesgo). Pero tal seguridad depende, en gran medida, de la disponibilidad o capacidad de cumplir con las obligaciones de ese aseguramiento en el caso en que realmente sea necesario. Es decir, **si las aseguradoras quiebran, la cobertura desaparece**.

Puede considerarse que la seguridad se convierte, a través de los CDS, en un producto de mucha complejidad. Existe, por tanto, un gran mercado, en el que un agente compra o vende protección frente al riesgo de crédito que puedan tener diferentes activos o determinados emisores de los mismos.

6.3.5 Descripción de los CDS y los CDO

6.3.5.1 Descripción de los CDS

Los CDS son instrumentos financieros basados en la titulización sintética, muy desarrollados en EEUU aunque presentes en todos los mercados y en todo tipo de títulos. Su función es dar cobertura a títulos que fundamentalmente incorporan en su interior créditos hipotecarios, o determinados activos muy desarrollados en EEUU conocidos como CDO.

Los CDO (*Collateralized Debt Obligation* u “obligación garantizada por deuda”) son valores respaldados por deuda. Esta deuda puede estar constituida por préstamos (CLO, *Collateralized Loan Obligation* u “obligación garantizada por préstamos”) o por bonos (CBO, *Collateralized Bonds Obligation* u “obligación garantizada por bonos”). El inversor que compra un CDO

6. Contraste de las hipótesis

soporta el riesgo de crédito del colateral. Se describe con más detalle en otro apartado más adelante.

En términos generales, los derivados de crédito pueden definirse como contratos financieros en los que un participante compra o vende protección en un mercado, frente al riesgo de crédito asociado a una o varias entidades de referencia específicas.

El mercado de los CDS llegó a tener un valor total de 62,17 billones de dólares, cifra muy superior al PIB total de todo el mundo (valor de todos los bienes y servicios producidos en una economía durante un año). Son cifras que invitan a considerar el estudio de los CDS, aunque sea solamente de manera introductoria.

Para poder comparar con cifras que permitan contextualizar el volumen económico del mercado de CDS en 2007, basta exponer que el PIB de Estados Unidos al final de ese año era de 13,78 billones de dólares, y el de España, 1,36 billones de dólares.

Este tipo de instrumentos o contratos permite a entidades e inversores sustituir un riesgo de crédito por otro de contrapartida, que normalmente se acaba cubriendo, a su vez, a través de nuevos CDS, lo que explica el crecimiento exponencial de este mercado.

Se trata de un producto financiero que puede alargar la cadena de vinculación, que inicialmente contenía únicamente una deuda y una garantía inmobiliaria, de forma casi interminable, dado que **unos CDS pueden cubrirse con otros CDS, y así sucesivamente**, añadiendo nuevos eslabones, dependientes del anterior. Conviene recordar que al inicio de esa cadena puede haber un crédito hipotecario y un bien inmueble colateral, probablemente ajenos a la retroalimentada inversión que les sucede.

En algunos casos, se les compara con la opacidad de las muñecas rusas, “*matrioshkas*”, que sucesivamente esconden en su interior otras muñecas, o con el riesgo la cuerda que une a varios alpinistas. Nosotros preferimos citar la idea de la cadena de vinculación.

Debe advertirse, abundando en la complejidad y el riesgo que caracteriza este tipo de productos financieros, que la valoración de estas “*matrioshkas*” estaba más relacionada con cálculos estadísticos que con precios observables en el mercado de otro tipo de activos subyacentes.

Es un proceso que puede asociarse con un “reciclaje del riesgo”, de manera que en cada intervención al que es sometido se va diferenciando o segmentando para diferentes mercados, o para diferentes preferencias de riesgo. Y, en cada nuevo reciclaje, o siguiendo nuestra nomenclatura en esta tesis, en cada nuevo eslabón de la cadena, los márgenes de seguridad son cada vez menores.

Hay mucha información al respecto dado su gran volumen, existiendo similar opinión por parte de académicos y financieros acerca de lo difícil que resulta determinar su valor. Esta dificultad en la valoración es un factor que tiene una gran relevancia, no solamente por lo que ello significa, sino atendiendo a la hipótesis de esta tesis que define el valor como el principal eslabón de la vinculación entre activos financieros e inmobiliarios.

Más allá de su vinculación a crédito hipotecario, y citado aquí a título de ejemplo, cualquier bono puede ser objeto de aseguramiento con un CDS, y su cotización se ha convertido en un instrumento que aporta mucha información acerca del riesgo de una institución o de un país.

6. Contraste de las hipótesis

Así, por ejemplo, el CDS de España (*Credit Default Swap*) es un seguro de reintegro sobre la deuda soberana de España.

Obsérvese en la siguiente tabla, el mayor o menor coste del CDS para uno u otro país, lo que significa una mayor o menor percepción de riesgo.

Deuda soberana							
NOMBRE	ÚLTIMO	VAR. 5 DÍAS	VAR. 1 MES	VAR. EN 2015	VAR. 12 MESES	MÁXIMO 12 MESES	MÍNIMO 12 MESES
España	133,62	7,90%	-15,15%	-15,15%	-50,46%	307,10	117,85
Alemania	23,66	2,16%	-5,55%	-5,55%	-43,82%	44,39	15,78
Francia	54,88	2,91%	2,08%	2,08%	-37,01%	89,02	46,64
Italia	170,61	2,84%	1,28%	1,28%	-32,19%	308,29	141,25
Grecia	0,00	0,00%	-100,00%	-100,00%	-100,00%	5.332,06	0,00
Reino Unido	24,91	-1,02%	-11,01%	-11,01%	-48,44%	53,67	16,49
China	97,96	-6,11%	22,70%	22,70%	43,50%	141,62	59,84
Brasil	206,66	-1,98%	6,65%	6,65%	75,88%	221,67	103,68
Rusia	195,72	6,13%	18,50%	18,50%	33,48%	243,43	125,84
Estados Unidos	32,08	15,22%	10,62%	10,62%	-26,38%	46,34	18,43

Grandes compañías españolas							
NOMBRE	ÚLTIMO	VAR. 5 DÍAS	VAR. 1 MES	VAR. EN 2015	VAR. 12 MESES	MÁXIMO 12 MESES	MÍNIMO 12 MESES
Santander	150,76	-2,16%	26,70%	26,70%	-42,40%	349,09	107,09
Telefonica	167,86	10,75%	36,89%	36,89%	-33,24%	278,40	109,82
BBVA	151,10	-1,94%	24,36%	24,36%	-45,97%	368,11	110,95
Repsol	124,96	5,53%	27,29%	27,29%	-40,47%	228,69	88,54
Iberdrola	119,95	7,80%	20,21%	20,21%	-42,95%	236,11	91,05

Fuente: El Economista (2014)

Tabla 6.3 CDS de deuda soberana y de grandes compañías españolas el día 31/01/2014

En España, tal como se ha introducido en el marco referencial de esta tesis, las titulaciones sintéticas están reguladas por el artículo 97 de la Ley 62/2003, en el que, con el título “*Titulización sintética de préstamos y otros derechos de crédito*”, se indica que:

1. Los Fondos de Titulización de Activos podrán titular de forma sintética préstamos y otros derechos de crédito, asumiendo total o parcialmente el riesgo de crédito de los mismos mediante la contratación con uno o más terceros de derivados crediticios.

El activo de los Fondos de Titulización de Activos que efectúen operaciones de titulización sintética podrá estar integrado por depósitos en entidades de crédito y valores de renta fija negociados en mercados secundarios oficiales, incluidos los adquiridos mediante operaciones de cesión temporal de activos.

Dichos depósitos y valores podrán ser cedidos, pignorados o gravados en cualquier forma en garantía de las obligaciones asumidas por el Fondo frente a sus acreedores, en particular frente a las contrapartes de los derivados crediticios y cesiones temporales de activos.

2. La contraparte del contrato de derivado crediticio deberá ser una entidad de crédito, una empresa de servicios de inversión o una entidad no residente autorizada para

6. Contraste de las hipótesis

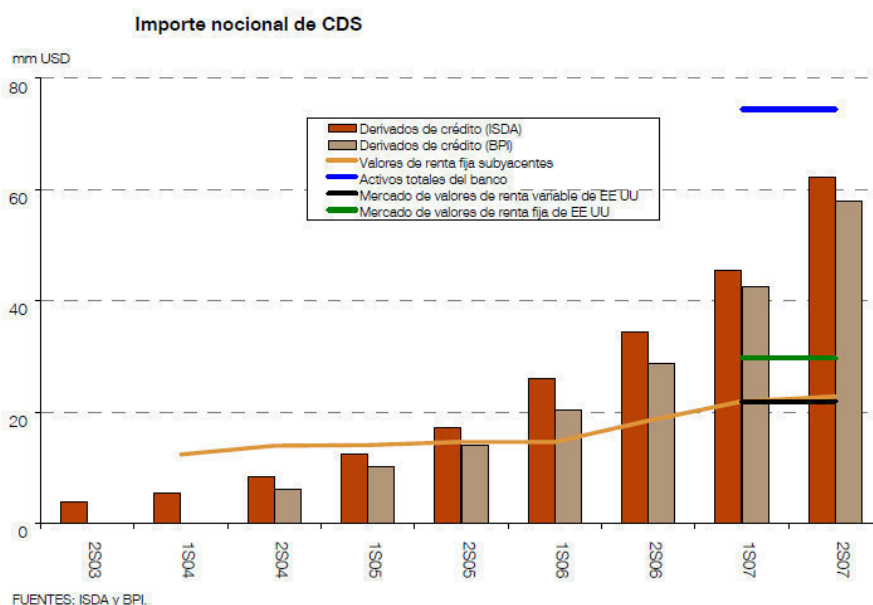
llevar a cabo las actividades reservadas en la legislación española a las referidas entidades.

Como se ha expuesto antes, en una titulación sintética el crédito permanece en la entidad correspondiente, que cede el riesgo del mismo a un tercero.

El agente que asume la función de “vendedor de protección” lo hace obligándose a adquirir el activo subyacente, o a pagar determinado importe si el riesgo que se cubre llega a convertirse en realidad. El agente que podemos denominar “comprador de seguridad”, que continúa siendo el titular de los activos, asumirá un coste por esa protección.

En esta relación, el **“vendedor de seguridad” es quien asume el riesgo de las posibles pérdidas.**

En el gráfico siguiente se muestra la evolución del saldo vivo total de derivados de crédito, a partir de la comparación de distintas fuentes (el importe nominal puede considerarse equivalente al nominal):

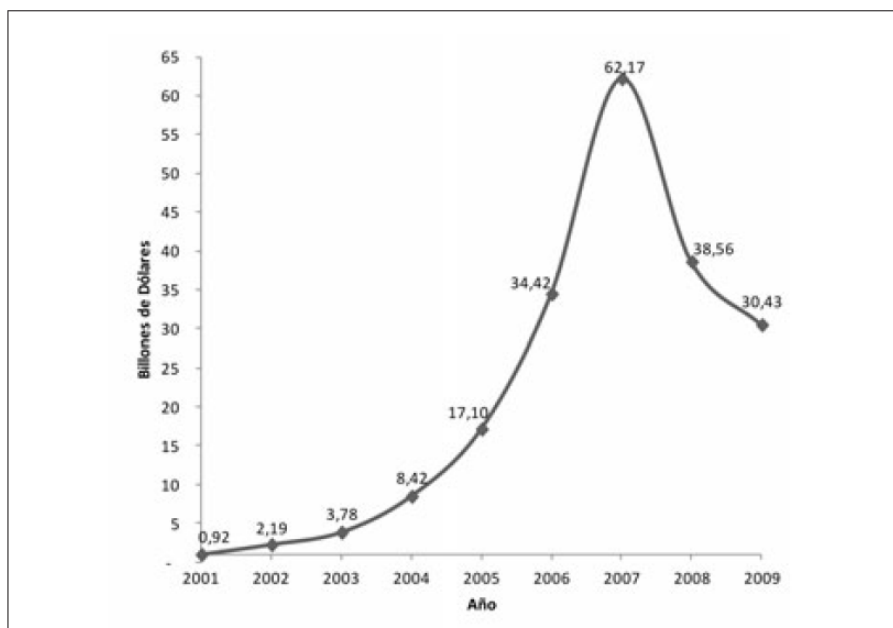


Fuente: Criado y Van Rixtel (2008)

Figura 6.24 Evolución del saldo vivo total de derivados de crédito

En este otro gráfico se puede ver la evolución del tamaño del mercado mundial de derivados de crédito, hasta los 62,17 billones de dólares:

6. Contraste de las hipótesis



Fuente: Conte (2014)

Figura 6.25 Evolución del tamaño del mercado mundial de derivados de crédito

En resumen, no parece haber consenso, o procedimiento claro, sobre cómo calcular el valor de los CDS, lo que hace realmente excepcional entender cómo se llega a la valoración antes citada, de 62,17 billones de dólares en 2007.

Imaginemos lo que significaría tomar decisiones respecto de un activo cuyo valor no se conoce o, incluso, para el cálculo del valor del cual no existe un procedimiento claro. Aquí solamente planteamos la duda de si esa posibilidad puede ocurrir.

6.3.5.2 Descripción de los CDO

Un CDO (*Collateralized Debt Obligation*) es un “derivado de crédito”, entendido éste como un pacto cuyos términos se fijan hoy, pero cuya transacción se realiza en fecha futura, tomando como referencia un activo subyacente que se negocia en un mercado al contado.

Los bancos de inversión combinaron hipotecas (MBS, *Mortgage Backed Securities* o “bono de titulación hipotecaria”), de riesgo aparentemente menor, con otro tipo de activos de mayor riesgo, dando origen a un tipo de títulos denominados CDO (*Collateralized Debt Obligation*), que podemos traducir como “obligaciones de deuda garantizadas”.

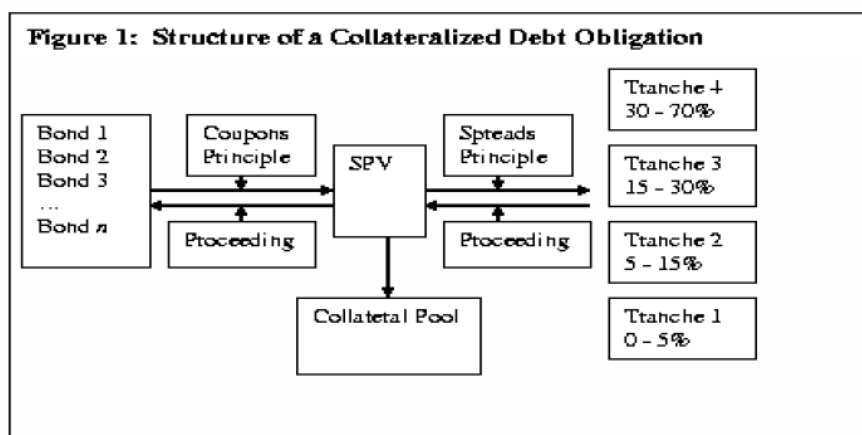
Un CDO combina los bonos a través de tramos (*tranches*) con distintos riesgos: desde riesgos muy altos (*equity*) a riesgo muy bajo (*senior*), pretendiendo que el tramo con menos riesgo sirviera de cobertura mínima frente al tramo de mayor riesgo (Conte, 2014).

El objetivo de un CDO es conseguir mayores rentabilidades con un riesgo aparentemente más diversificado. **Sin embargo, tanto los MBS (hipotecas) como los CDO son activos cuyos valores en el mercado son muy sensibles a la variación de los tipos de interés y al comportamiento de los precios de los inmuebles.** Situación que, nuevamente, remite al objeto de esta tesis y a la primera hipótesis, que relaciona la vinculación de los activos con su valor.

6. Contraste de las hipótesis

Como expone Conte (2014), fue precisamente la caída del precio de los inmuebles lo que produjo una caída del valor de estos títulos.

En la siguiente figura se ilustra el funcionamiento de un CDO con sus tramos (*tranches*):



Fuente: Wang, Rachev y Fabozzi (2009)

Figura 6.26 Tramos de un CDO

Como ya se ha descrito en el marco de referencia, la titulización permite financiarse con la venta o cesión de determinados activos, que generan flujos de fondos futuros, a una entidad que posteriormente emite los valores que son adquiridos por inversores.

La entidad externa a la que cede sus activos suele denominarse SPV (*Special Purpose Vehicle*, o Vehículo de Propósito Especial), que en España se corresponde con el Fondo de Titulización.

Todas las titulaciones son, en definitiva, Valores Respaldados por Activos (ABS, *Asset Backed Securities*) a corto o a largo plazo.

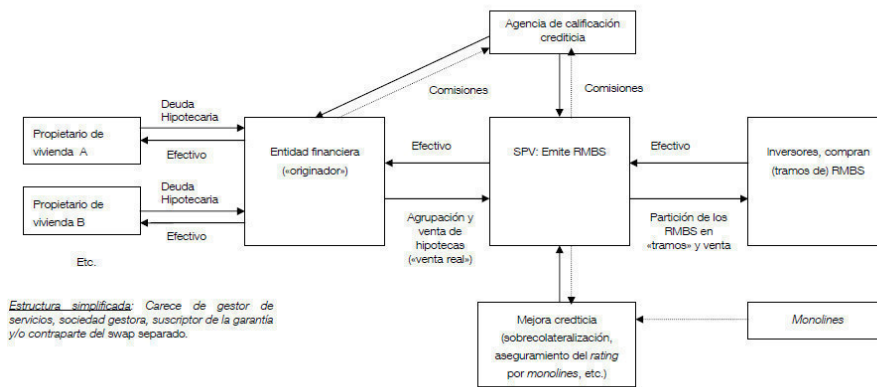
Las titulaciones a largo plazo pueden dividirse en tres grandes segmentos:

- Títulos respaldados por hipotecas (MBS, *Mortgage Backed Securities* o “bono de titulización hipotecaria”), con hipotecas de viviendas o de locales comerciales (RMBS, *Residential Mortgage Backed Securities* o “bono de titulización hipotecaria sobre inmuebles residenciales”) y bonos (CMBS, *Commercial Mortgage Backed Securities* o “bono de titulización hipotecaria sobre inmuebles comerciales”).
- Títulos respaldados por activos de todo tipo (ABS, *Asset Backed Securities* o “bonos de titulización de activos”).
- Los CDO, que son títulos respaldados por deuda (CLO, *Collateralized Loan Obligation* u “obligación garantizada por préstamos”) o Bonos (*Collateralized Bonds Obligation* u “obligación garantizada por bonos”).

Se presenta a continuación un gráfico con el esquema del proceso de titulización de hipotecas residenciales (RMBS), en el que se identifican todos los participantes del mismo:

6. Contraste de las hipótesis

Ejemplo de titulación mediante la emisión de RMBS: Creación de bonos de titulación hipotecaria sobre inmuebles residenciales (RMBS) («de flujo de caja», titulación «fuera de balance o real»)



FUENTE: Adaptado de: BCE (2008a), Mengle (2007), Fabozzi et al. (2006), Eul (2005), Gorton y Souleles (2005), The Bond Market Association (2004) y Jobst (2003).

Fuente: Criado y Van Rixtel (2008)

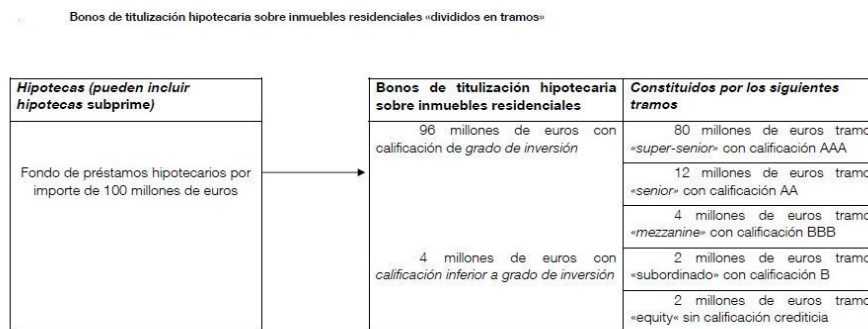
Figura 6.27 Esquema del proceso de titulación de hipotecas residenciales

Un CDO es un conjunto de préstamos o instrumentos de deuda titulizados en un fondo. Al comprar un CDO se está asumiendo, o soportando, el riesgo de sus activos (colaterales). El inversor que compra un CDO soporta el riesgo de crédito del colateral.

Como se ha descrito en el punto 6.3.2.4, un CDO se estructura con diferentes tramos de títulos, cada uno con sus plazos y sus riesgos de crédito. A los tramos que forman parte de la estructura de un CDO se les clasifica con las denominaciones “*senior*”, “*mezzanine*” y “*equity*”, según su menor o mayor riesgo.

Ante cualquier situación de impago, la deuda “*senior*” tiene preferencia sobre la “*mezzanine*”, que a su vez la tiene sobre el tramo del “*equity*”.

La siguiente figura ilustra los tramos (*tranches*) en que se puede estructurar un bono. Obsérvense los tramos y la diferente calificación otorgada a cada uno de ellos (desde AAA hasta B) por una agencia de rating.



FUENTE: Elaboración propia.

Fuente: Criado y Van Rixtel (2008)

Figura 6.28 Tramos de la estructuración de un bono

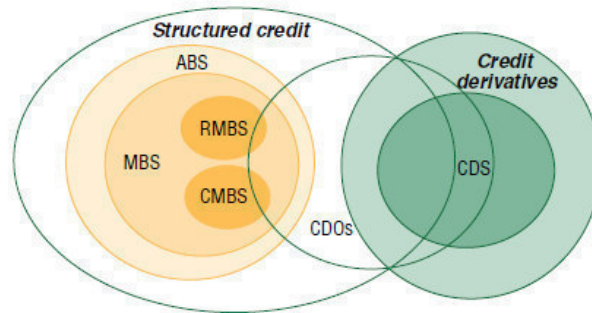
6. Contraste de las hipótesis

En lo que se refiere al aseguramiento, lo asumen organizaciones que reciben el nombre de “*monoline insurers*”, encargadas de cubrir los riesgos de cada proyecto. Así, cada emisión lleva incorporada su propia “*monoline*”, que aporta una calificación (“*rating*”).

Es decir, la compañía que asegura una emisión, cediendo su “*rating*”, es la que concede la calificación a esa emisión. Por tanto, quien aporta seguridad asumiendo todos los riesgos es, finalmente, quien aporta la calidad de una emisión.

Esto, observado en sentido inverso, deja claro que cualquier disminución en el *rating* de una *monoline*, o incluso su insolvencia, se traslada inmediatamente a los títulos que respaldaba.

La figura siguiente ilustra la relación entre CDS y CDO, y entre CDO y sus activos subyacentes.

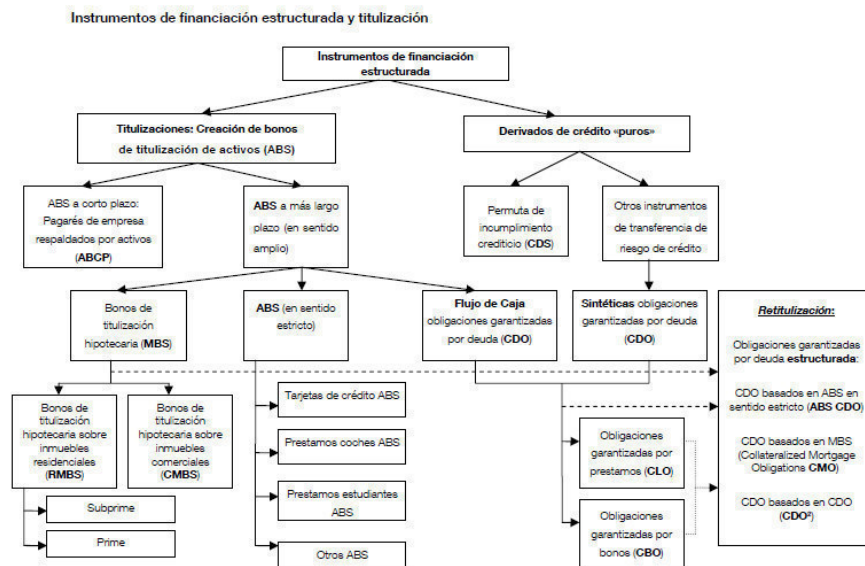


Note: ABS = asset-backed security; MBS = mortgage-backed security; RMBS = residential mortgage-backed security; CMBS = commercial mortgage-backed security; CDS = credit default swap; and CDOs = collateralized debt obligations. Not proportionally representative.

Fuente: International Monetary Fund (2008)

Figura 6.29 Esquema de financiación estructurada

Para ofrecer una idea gráfica de la complejidad de este tipo de titulaciones, se adjunta el gráfico siguiente, que recapitula los diferentes activos que las integran



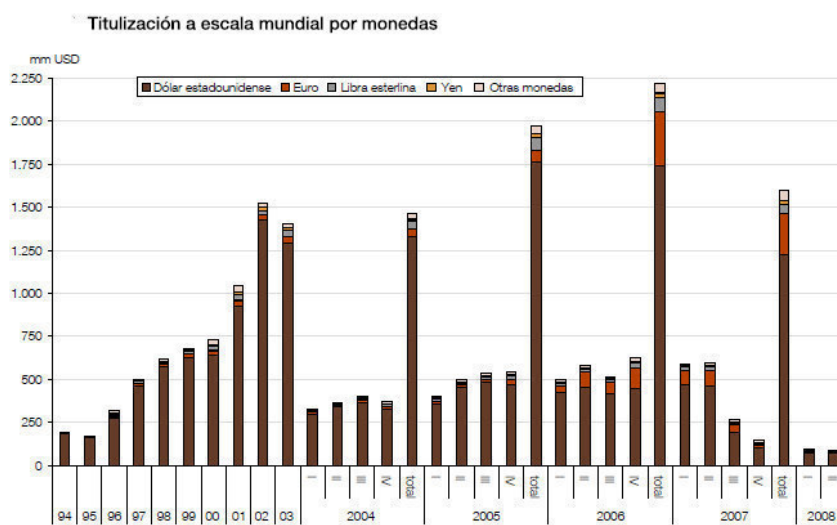
FUENTE: Interpretación propia basada en Jobst (2003) y (2006), y BPI (2005a).

Fuente: Criado y Van Rixtel (2008)

Figura 6.30 Esquema recapitulatorio de instrumentos de financiación estructurada

6. Contraste de las hipótesis

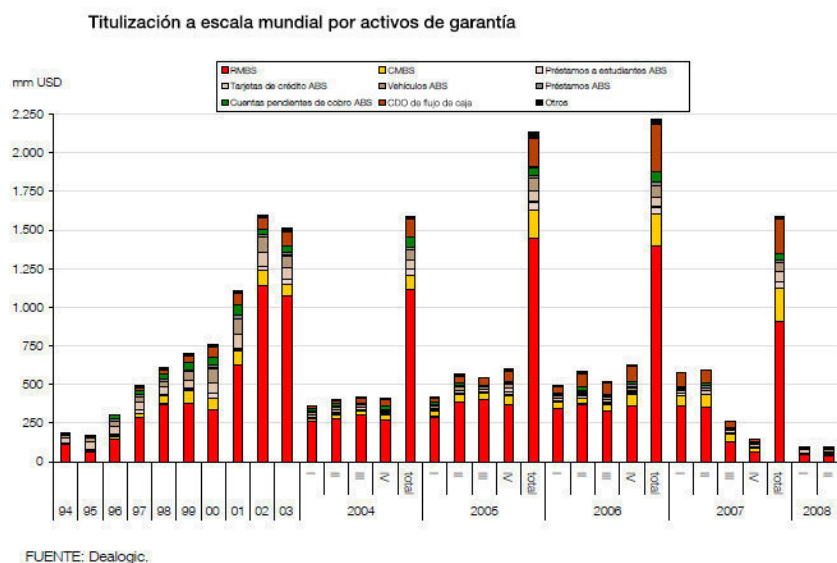
En el gráfico que se reproduce seguidamente, puede verse el volumen mundial de titulaciones y cómo la gran mayoría son de EEUU (primer tramo vertical en el gráfico), aunque se aprecia el notable incremento de entidades originadoras europeas (segundo tramo vertical):



Fuente: Criado y Van Rixtel (2008)

Figura 6.31 Volumen de titulización mundial

La Figura 6.32, como resumen relacionado con el objeto de esta tesis, muestra que **las hipotecas son, con mucha diferencia, el activo subyacente más importante en las titulaciones realizadas a escala mundial, y que la clase de activo individual más importante son las hipotecas residenciales**. Esto confirma la importancia de la vinculación entre activos financieros e inmobiliarios que se estudia aquí, y su gran relevancia económica. El gráfico muestra también el crecimiento de los CDO “de flujo de caja”.



Fuente: Criado y Van Rixtel (2008)

Figura 6.32 Titulización mundial por activos

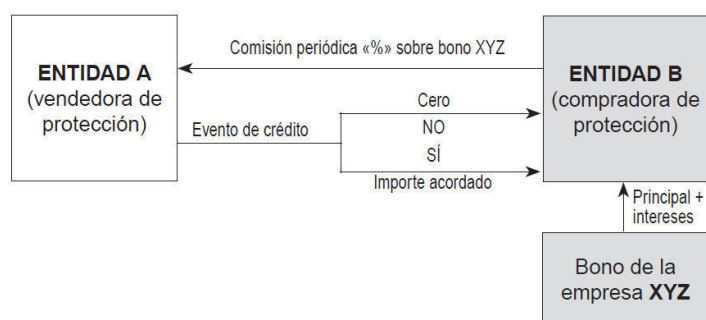
6. Contraste de las hipótesis

En el entorno norteamericano, y para hacer referencia a términos a los que se recurre coloquialmente, las hipotecas que respaldan las emisiones de RMBS pueden ser de gran calidad crediticia (*prime*) o de baja calidad (*subprime*), según la solvencia de los respectivos prestatarios. Las turbulencias financieras que comenzaron en agosto de 2007 tienen su origen en los mercados hipotecarios *subprime*, y afectaron muy directamente a los instrumentos de financiación estructurada garantizados por estos activos (Criado y Van Rixtel, 2008).

6.3.5.3 La protección de los CDS

Un CDS asegura, en definitiva, el riesgo de insolvencia de una entidad emisora de un título financiero. Dado que el CDS incorpora riesgo debe ser valorado, lo cual es de una gran complejidad, como más adelante se expone.

En este gráfico se ilustran los flujos de caja que genera un CDS:



Fuente: Ramírez (2002)

Figura 6.33 Flujos de caja de un CDS

A pesar de tratarse de una cobertura ante el riesgo que suponen otros activos, son **activos con alto riesgo**, como se demostró pocos años después de su auge. Como se ha expuesto antes, el riesgo puede asumirse, sobre todo si se considera que es poco relevante, o puede buscarse una protección. A diferencia de muchos particulares poco informados, o sujetos a información asimétrica, las entidades financieras que adquirieron CDO estaban cubiertas a través de los denominados CDS (*Credit Default Swaps*).

Los CDS son un instrumento diferente de lo que podría entenderse por un contrato de seguro. En un contrato de seguro una determinada prima corresponde a una necesidad de protección ante un posible evento futuro aleatorio o incierto (Albarrán Lozano, 2000). En cambio, con los CDS, en su papel de derivados crediticios, se transfiere ese riesgo a cambio de un determinado precio.

Buscar protección es ser consciente del riesgo.

Delegar la protección en activos de alto riesgo en organizaciones que acumulan un gran volumen de riesgos, incrementa el riesgo de toda la cadena de inversión y financiación, de la misma manera que un escalador que comparte la misma cuerda con otros, según los riesgos en que incurra, puede aumentar el riesgo de todos.

Los CDS son instrumentos que actúan como seguro de impago de un bono o de un CDO. El propietario de un CDS abona una prima periódica (mensual normalmente) como seguro ante el

6. Contraste de las hipótesis

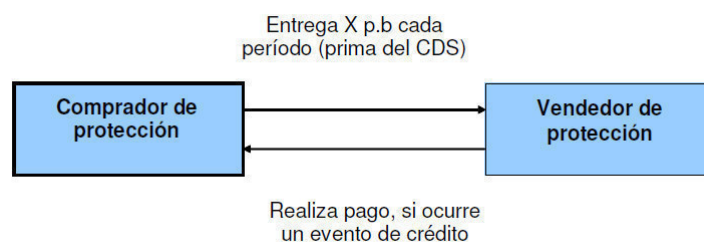
riesgo de insolvencia de una entidad emisora. Si esto llega a suceder, el vendedor del CDS queda obligado a la compra del bono o a pagar a su propietario un importe acordado.

Se trata de un producto financiero que creció en paralelo a los CDO, cuya creación se debe a J. P. Morgan, institución representativa de la banca de inversión, experta en titulizar y comercializar todo tipo de activo.

La cobertura está basada en lo que denomina un “swap”, es decir, una permuta, de manera que el comprador paga al vendedor un seguro para cubrir el caso de que la inversión efectuada incurra en “default” (que puede tener diferentes niveles de riesgo). Un riesgo alto, si se dispone de cobertura, pasa a ser menor a cambio de un determinado precio, lo que entra dentro del complejo tema de la valoración de activos, en este caso financieros, cuyo subyacente se basa principalmente en un colateral inmobiliario.

En el caso de que la inversión quiebren, hipótesis que solamente puede hacer quien es consciente de que esa probabilidad existe, el vendedor del CDS pagará a su comprador el denominado “valor facial” del producto financiero (CDO), es decir el valor que tenía en el momento de la compra, no el valor de mercado en el momento en que debe ejecutarse.

La figura siguiente ilustra la estructura de un CDS:



Fuente: Arbeláez y Maya (2008)

Figura 6.34 Estructura del funcionamiento de un CDS

6.3.5.4 Elementos y valoración de los CDS

De entre las muchas características que definen los CDS, se exponen a continuación tres que nos parecen relevantes.

El **nominal** es la “cantidad de riesgo” que se transfiere, tras acuerdo entre la parte compradora y la parte vendedora de protección.

La **prima** hace referencia a los pagos, en plazos periódicos, que debe efectuar el comprador al vendedor en razón de la protección contratada.

El denominado **evento de crédito** hace referencia a aquellos sucesos que pueden hacer necesaria la ejecución del CDS. Los seis posibles eventos de crédito que pueden darse, según la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) son: el no pago, la reestructuración de obligaciones, la aceleración del pago, el repudio o la moratoria, el incumplimiento de las obligaciones y la quiebra.

6. Contraste de las hipótesis

La valoración de los CDS incorpora una gran complejidad, siendo aplicables diferentes modelos que replican los activos y asignan probabilidades de sucesos, que no es posible describir en esta tesis ni se considera necesario a los efectos que se persiguen.

Tratando de valoraciones, de su gran complejidad en este tipo de activos, y del inmenso valor económico de negociación en su mercado, debe recordarse que la posibilidad de error existe en todas las actividades, y así debe entenderse. Como ejemplo de error puede citarse aquí el protagonizado por la agencia de rating Moody's, que el año 2007 detectó que había modelos de valoración del riesgo de CDO que tenían errores y generaban valoraciones cuatro niveles superiores a las correctas (Montalvo, 2009). Debe mencionarse que la capacidad y los medios de cálculo de Moody's son muy superiores a los de la gran mayoría de inversores no institucionales.

Como se ha expuesto, no solamente se opera con activos de gran complejidad en su análisis y su valoración, sino que cualquier mínimo error puede influir en sus resultados, sin que sea sencillo detectarlo (situación que todavía confiere más riesgo a la complejidad de estos activos).

El CDS es un producto singular en todo, pues puede darse el caso de que no se requiera que su tenedor sea el propietario del título asegurado, y por tanto no ser quien haya incurrido en el riesgo real de compra de deuda. Es decir, un seguro se establece sobre algo que es propiedad del asegurado, pero un CDS puede cubrir un bien que no es propiedad de quien contrata el CDS.

Un CDS puede parecer un producto similar a una póliza de seguro, pero se diferencia significativamente de ella en que no se requiere que el comprador del CDS sea el propietario del título (y por tanto haya incurrido en el riesgo real de compra de deuda).

Se trata de un grado más en negociación de riesgos, en el que éstos pasan a ser el activo en el que se invierte, sin necesidad de disponer del activo. De igual manera que algunos procesos financieros se distancian de la economía real sustituyendo los activos de ésta por títulos que adquieren personalidad propia al negociarse (como por ejemplo pueden ser futuros u opciones de materias primas), en este caso el riesgo se disocia de los títulos de los que forman parte, pasando a ser el activo que se negocia con volúmenes que superan muy ampliamente el de sus subyacentes.

A este tipo de CDS, en que no es necesario ser el propietario del bono o del crédito, se le denomina “desnudo” (*naked*). Debe decirse que está más cercano a una apuesta respecto de la calidad crediticia de un activo que a su verdadera función aseguradora, siendo objeto de gran especulación en el mercado. El CDS “*naked*” fue prohibido por el Parlamento Europeo en diciembre del 2011 debido a la crisis de deuda pública.

6.3.5.5 Ejemplo de funcionamiento de un CDS

Para entender mejor el funcionamiento de un CDS en lo relativo a su importancia y riesgos, a través de la globalización de mercados, y su dependencia del valor de los inmuebles, presentamos a continuación un ejemplo ilustrativo.

Supóngase que una empresa que denominaremos “INVERSORA” compra bonos de una entidad, que es la emisora.

Los bonos tienen riesgo, pues pueden variar los intereses o incluso puede quebrar la citada entidad emisora.

6. Contraste de las hipótesis

Para protegerse de ese riesgo, “INVERSORA” compra un CDS a la entidad financiera que denominaremos “ASEGURADORA”, que asegura el bono a cambio de una prima como precio.

Si en el momento de vencimiento del bono la empresa emisora está en quiebra, y por tanto no puede asumir el pago del bono emitido en su día, debe acudir al CDS contratado. En ese momento el banco “ASEGURADORA” deberá pagar a “INVERSORA” la diferencia entre el valor del bono en ese momento y el valor facial del bono, es decir, lo que “INVERSORA” pagó por ese bono.

La gran diferencia entre un CDS y un seguro tradicional es el valor del colateral, pues lo que realmente cobrará “INVERSORA” de “ASEGURADORA” es un pago asociado a su calificación crediticia en ese momento, otorgada por agencias de rating. Es decir, cuanto más baja sea la calificación de “ASEGURADORA”, mayor será el importe que deberá asumir por el CDS.

Si “ASEGURADORA” entra en crisis no podrá asumir el pago de los CDS que tenga contratados, por lo que la cobertura acordada desaparece.

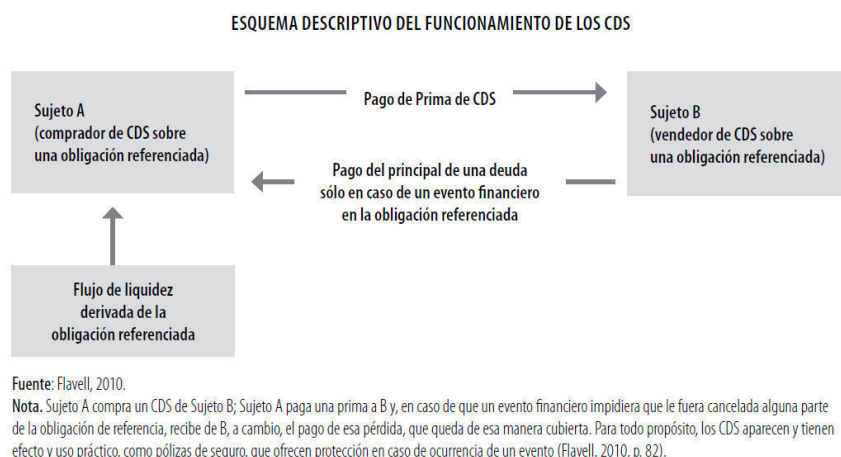
Se trata de un circuito en el que el riesgo va aumentando a lo largo de su recorrido, con información asimétrica y diferentes posiciones de riesgo por parte de quienes intervienen. Para algunos participantes será difícil escapar del circuito si los riesgos se confirman (riesgos que se supone son conocidos), mientras que para otros forma parte de su rentabilidad.

6.3.5.6 El asegurador de los CDS

Como explica Hidalgo (2012), los CDS tienen un origen que puede calificarse de curioso. El 24 de marzo de 1989 el superpetrolero *Exxon Valdés*, de la empresa Exxon, provocó el vertido de 750.000 barriles de petróleo en Alaska, causando el desastre ecológico más grande de la historia. Las demandas legales amenazaron a Exxon con la posibilidad de pagar 5.000 millones de dólares en concepto de daños. La compañía solicitó una línea de crédito de 4,8 millones para disponer de suficientes fondos ante la posibilidad de perder el juicio. Fue JP Morgan quien les ofreció esa línea de crédito. Para protegerse de esa gran deuda que adquiriría Exxon, en caso de que no pudiera responder de ella, JP Morgan compró un “seguro” sobre ese crédito al Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD). Nunca antes se había efectuado una operación igual, que puede considerarse el origen del CDS. Posteriormente, en 1994, JP Morgan decidió comercializar este tipo de producto, asumiendo el papel del BERD. Como puede verse, paradójicamente, la cobertura de las indemnizaciones de un gran desastre ecológico fue la fuente de inspiración para un activo financiero que, en la forma en que fue usado, se convirtió en una eventual nueva fuente de “naufragios”.

La Figura 6.35 describe muy resumidamente el funcionamiento de un CDS, apreciándose su circuito de liquidez:

6. Contraste de las hipótesis



Fuente: Hidalgo (2012)

Figura 6.35 Descripción del funcionamiento de un CDS

Según se ha comentado, el CDS permite incorporar un posible componente más en la cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios: el asegurador.

En este caso, los aseguradores son las llamadas compañías de seguros “*monoline*”, organizaciones de muy gran volumen. Estas compañías conceden avales a las emisiones de bonos y obligaciones realizadas por otras empresas o instituciones. Con dicho aval, las empresas emisoras pagan un tipo de interés más bajo por sus emisiones de bonos, ya que los avalistas suelen gozar de la calidad crediticia máxima.

El motivo por el que es absolutamente crucial que la calidad crediticia o rating de las aseguradoras se mantenga estriba en que si las agencias de rating decidieran reducirla, se produciría también un descenso automático del rating de las emisiones de bonos avaladas por ellas, con la consiguiente caída de precio de esas emisiones y la acumulación de pérdidas en las carteras de inversión de quienes las tuvieran entre sus activos.

La composición de activos hipotecarios de gran riesgo (de poca calidad) puede provocar que los CDO, a los que sirven de cobertura los CDS, pierdan su valor de forma muy intensa. Esto, consecuentemente, puede afectar de forma extrema a los CDS que les sirven de cobertura, y con ellos a las organizaciones aseguradoras (“*monolines*”).

Ese riesgo, cuyas consecuencias se transmiten en cascada y con un volumen similar al del mercado de sus activos, se hizo realidad en EEUU.

Pero además, al negociarse todo tipo de activos en mercados globales, **el efecto multiplicador de los CDS entronca directamente con el riesgo sistémico.**

La emisión de obligaciones sintéticas permitió a inversores de todo el mundo asumir una posición de riesgo de crédito del mercado residencial de EEUU, en gran medida basado en hipotecas subprime, muy superior al saldo vivo de hipotecas concedidas, con consecuencias muy adversas para inversores sin ningún interés directo en aquel mercado.

Resumiendo lo expuesto, puede referirse que la caída de un asegurador entronca con el riesgo moral, pues para restablecer el equilibrio de todo el sistema una entidad superior debe acudir al rescate o recapitalizar las entidades quebradas.

6. Contraste de las hipótesis

Puede suceder, a tenor de lo expuesto, que aportando un bien inmueble como garantía se obtenga un crédito hipotecario que, a su vez, puede formar parte de una cartera de activos titulizada, cuyo mayor o menor riesgo, siguiendo la cadena descrita, puede estar cubierto con un CDS, que a su vez depende de la salud financiera de quien lo emite o lo asegura.

Asimismo, como se ha comentado, el citado CDS puede estar cubierto por otro CDS, y éste a su vez por otro posterior, en una cadena cuyo final depende de la demanda del mercado.

Se trata de una nueva visión de la cadena de vinculación, descrita también como cadena de inversión y financiación, en que de un inicial crédito garantizado por un inmueble se llega a un mercado en el que solamente se negocia “riesgo puro”. Tal vez se convierta en una cadena que, implícita o explícitamente, vincula riesgos.

Cuanto más participantes, más riesgo hay en la cadena, pues aparecen diferentes objetivos y actitudes ante al riesgo.

En palabras de Warren Buffet, influyente inversor estadounidense, en el informe anual del 2002 de su empresa, Berkshire Hathaway, *“los derivados son armas financieras de destrucción masiva, que llevan peligros que, aunque no latentes, son potencialmente letales”*.

Interesa resaltar que la afirmación de Buffet, no solamente menciona su hipotético carácter “destrutivo”, sino, a nuestro juicio mucho más relevante, su carácter de “masivo”.

Debe señalarse que esta afirmación fue pronunciada por una de las más prestigiosas figuras de la inversión, cuatro años antes de la caída del banco Lehman Brothers, que precipitó el fin de un sistema de riesgos basado en un apalancamiento excesivo, es decir, más riesgo con menos capital. A título meramente informativo, puede mencionarse que en el caso extremo el apalancamiento llegó a ser del 85 x 1, y en los casos que podemos denominar aquí como “normales” del 35 x 1 (Martín Fernández, 2008).

6.3.6 Apalancamiento

El concepto de “apalancamiento financiero”, o *“leverage”*, tiene dos interpretaciones. La más extendida es la que define el apalancamiento como el nivel de endeudamiento de una empresa, de manera que estar apalancado significa estar endeudado. La otra interpretación, mucho más extendida, es la que relaciona apalancamiento con el efecto que el endeudamiento provoca en la rentabilidad financiera, en la medida en que un aumento de la deuda puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa (Masgrau, 2005).

El crédito hipotecario es, de hecho, un ejemplo de apalancamiento. Sin embargo, más allá de estrategias de financiación de determinadas promotoras, con proyectos financiados prácticamente en su totalidad por deuda, el tema que aquí interesa es el del apalancamiento excesivo, o de límite desconocido, que puede asumirse y transmitirse a partir de determinados activos.

Con los acuerdos denominados Basilea III, para preservar la solvencia bancaria, los reguladores buscan medir no sólo la solvencia (el coeficiente de solvencia, ya citado anteriormente, definido por la relación entre el capital respecto a los activos ponderados por riesgo), sino también el ratio de apalancamiento, o sea la relación entre el capital y la exposición total de la entidad (De Codes, 2010).

6. Contraste de las hipótesis

En Basilea III el objetivo preliminar para este ratio se ha fijado en el 3% y, sin duda, este porcentaje afecta a muchas decisiones de entidades de crédito (De Codes, 2010).

A efectos ilustrativos, como se ha hecho en otros apartados de esta tesis para hacerla más comprensible a todos los interesados en su lectura, se expone otro ejemplo para entender el efecto del apalancamiento en una situación genérica, y la posible preferencia por un nivel excesivo de este ratio.

Partimos de la premisa que toda fuente de recursos para determinada inversión tiene un coste. Los recursos propios tienen el denominado coste de capital, o en cualquier caso el coste de oportunidad. Los recursos ajenos tienen coste financiero, que podemos concretar en el tipo de interés. Si el coste de la financiación ajena, es decir el tipo de interés, es inferior a la rentabilidad que aporta la inversión, será más beneficioso financiar ésta con deuda, dado que ese diferencial (tasa de rentabilidad menos tipo de interés) será un beneficio financiero, añadido a la propia rentabilidad operativa del proyecto.

Supóngase un proyecto de inversión con un horizonte temporal de un año, que requiere 100.000 €, y que va a ofrecer una rentabilidad del 20% anual, antes de impuestos. Se estima que para financiar esa inversión va a disponerse de 60.000 € de recursos propios, y 40.000 € de recursos ajenos a través de un préstamo con un tipo de interés del 8% anual.

Así pues, con la inversión se obtendrán unos beneficios de $20\% \text{ s}/100.000 \text{ €} = 20.000 \text{ €/año}$. Y deberá asumirse un coste financiero de $8\% \times 40.000 \text{ €} = 3.200 \text{ €}$. El beneficio neto será, pues, $20.000 \text{ €} - 3.200 \text{ €} = 16.800 \text{ €}$, que supone un 28 % sobre los recursos propios invertidos ($3.200/60.000$), superior al 20 % de beneficio operativo.

Dicha rentabilidad se incrementa si se añade el efecto de los impuestos, pues el coste de la deuda no computa fiscalmente, al tratarse de coste que reduce el beneficio. Los números, suponiendo unos impuestos del 30%, en este ejemplo serían los siguientes:

Bº de 20.000 – Impuestos del 30% = 14.000 que supone un 14,00% sobre 100.000

Bº de 16.800 – Impuestos del 30% = 11.760 que supone un 19,60% sobre 60.000

El beneficio del 19,60% sobre recursos propios es superior al del 14,00% respecto a la misma inversión financiada de forma diferente.

Este mecanismo puede ser utilizado, con los límites que la sensatez financiera de cada agente determine, para incrementar la rentabilidad de los recursos propios, es decir la del accionista de una empresa. Puede también recurrirse a una deuda excesiva para hacer menos atractiva una posible compra de una empresa.

Sin embargo, sea cual sea el motivo, incorporar deuda es siempre incorporar riesgo al proyecto y, por tanto, a todas aquellas personas (personal contratado, proveedores, etc.) que están relacionadas con la misma. La fuente de riesgo puede venir, simplemente, por un incremento del tipo de interés, o por un descenso en la rentabilidad operativa, casos en los que la deuda seguirá estando presente en el balance de la empresa y deberá ser devuelta a la entidad financiera.

Entendiendo lo que significa el apalancamiento, debe exponerse aquí el alto grado de riesgo que representa un apalancamiento excesivo, como el que implícitamente define los CDS.

6. Contraste de las hipótesis

Los CDS incentivan un importante incremento en el apalancamiento de las operaciones, pues disponiendo de un CDS puede incorporarse el escenario de una quiebra en el esquema de rentabilidad, sin el riesgo de perder el colateral. A través del CDS, como se ha expuesto antes, se transmite solamente el riesgo, no el activo que lo incorpora.

Es decir, **en un CDS el objeto de negocio es puramente el riesgo.**

Índice VIX

A título exclusivamente ilustrativo de cómo valoran el riesgo los mercados, se adjunta a continuación el gráfico denominado VIX, cuyo nombre “oficial” es realmente “*Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index*” (índice de volatilidad del mercado de opciones de Chicago). El índice VIX mide la volatilidad en los mercados, lo que puede entenderse como indicador de miedo o pesimismo. De hecho, es conocido usualmente como el “**índice del miedo**”.



Fuente: Yahoo Finanzas (2015). Gráfico extraído el 08/09/2015

Figura 6.36 Índice VIX correspondiente al periodo de 1990 a 2014

Obsérvese su perfil los años 2007 y 2008, con los acontecimientos ocurridos en esas fechas:

6. Contraste de las hipótesis



Fuente: Yahoo Finanzas (2015). Gráfico extraído el 08/09/2015

Figura 6.37 Índice VIX correspondiente a los años 2007 y 2008

Las aristas más altas del índice VIX corresponden a 2008. El 20 de octubre de ese año, en plena crisis financiera, alcanzó el nivel más alto de su historia con un pico de 89,53 a causa de la quiebra del banco Lehman Brothers, que hizo real lo que antes podía entenderse como un riesgo de muy difícil ocurrencia.

6.3.7 Riesgo sistémico y riesgo moral

Seguidamente, se desarrolla el riesgo en su connotación más extrema, que supone su transmisión a la sociedad que lo soporta en última instancia. Se comentan el denominado riesgo sistémico y el riesgo moral.

6.3.7.1 Riesgo sistémico

Como se ha expuesto en el apartado dedicado a describir el concepto de “riesgo moral” (“*moral hazard*”), cabe recordar la diferencia entre riesgos propios o riesgos cuyas consecuencias deberán asumir terceras personas, sean accionistas o, en último caso, entidades públicas, para evitar males mayores. Debe ser posible y legítimo, pues, poder controlar aquellas entidades cuyo riesgo supone un contagio máximo.

Se trata, sin embargo, de cuestiones no solamente financieras, sino también sujetas a criterios de prudencia y de sentido común.

Como ejemplo, puede citarse a Allan Matzer, cuando afirma que “*If a bank is too big to fail, it is too big*”, es decir, “*si una entidad es demasiado grande para quebrar, es que es demasiado grande*” (Meltzer, 2009). Es decir, si se entiende la quiebra (o cualquier otra situación jurídica de una organización) como instrumento mercantil previsto en la legislación, impedir la ejecución de tal mecanismo, perfectamente asumido por inversores y evaluado en todo análisis de riesgos (riesgo de quiebra, prima de riesgo de quiebra, prima de quiebra), significa alterar el funcionamiento óptimo del sistema. Así, por ejemplo, promover fusiones entre entidades puede

6. Contraste de las hipótesis

aportar economías de escala y un mayor tamaño competitivo, pero al mismo tiempo puede generar potenciales entidades sistémicas.

Si una organización empresarial no puede atender sus obligaciones, que se entiende han sido asumidas libremente y con la suficiente información para tomar decisiones, puede quebrar. Una vez quebrada, tras la generación de liquidez con todos sus activos puede ser liquidada. Parece una situación más acorde con el libre ejercicio de la actividad empresarial que sostenerla con recursos públicos. Se trata de un caso en el que puede plantearse un caso de riesgo moral y que, sin duda, afectará a la nación que debe soportar el coste de no dejarla caer (Vives, 2011). Se trata del riesgo sistémico.

Impedir una quiebra, es decir, financiar aquella entidad cuyo estado es de quiebra cuando se entiende que los efectos de ésta pueden ser mayores para el sistema que la propia quiebra, significa movilizar fondos (normalmente públicos, es decir, la sociedad a la cual se protege). Por ello, conocidas las exigencias que suponen las entidades sistémicas, controlar su buena gestión será tan importante como prevenir su excesiva dimensión.

Se expone a continuación la matriz de riesgos de una entidad hipotética, como ejemplo que aporta el Banco de España en su labor de supervisión de la actividad bancaria bajo el enfoque riesgo:

ENTIDAD: MATRIZ DE RIESGOS						
Riesgo	Riesgo Inherente	Gobierno interno	Gestión y Control del riesgo	Riesgo residual	Tendencia	Ponderación
Crédito	Medio bajo	Bueno	Aceptable	Bajo	Estable	55%
Mercado	Bajo		Deficiente	Medio bajo	Estable	5%
Contraparte	Alto		Aceptable	Medio alto	Decreciente	0%
Renta variable	Medio alto		Mejorable	Alto	Creciente	0%
Operacional	Medio bajo		Bueno	Bajo	Estable	5%
Tipo de interés estructural	Bajo		Aceptable	Medio bajo	Decreciente	5%
Tipo de cambio estructural	Bajo		Deficiente	Medio alto	Creciente	0%
Liquidez	Alto		Aceptable	Alto	Estable	10%
Reputación	Medio alto		Mejorable	Bajo	Decreciente	5%
Negocio	Medio bajo		Bueno	Medio alto	Estable	15%
Otros riesgos	-		-	-	-	-
Agregación ponderada de riesgos y controles	Medio bajo	Aceptable	Medio bajo	Estable	100%	
Gobierno externo	Aceptable			Estable		
Perfil de riesgo de la entidad	Medio bajo			Estable		
Valoración de los recursos propios	Aceptable			Decreciente		
Perfil de riesgo supervisor	Medio bajo			Creciente		
Entidad sistémica	si					
Prioridad para la Inspección	2					

Fuente: Banco de España (2012)

Tabla 6.4 Matriz de riesgos de una entidad hipotética

6. Contraste de las hipótesis

6.3.7.2 Riesgo moral

Existe la creencia firme de que, finalmente, tras un desequilibrio que afecta a un sector o a toda la sociedad, alguien está obligado a restablecer el equilibrio. No importa quién o cómo haya asumido excesivos riesgos, pues en determinados casos una instancia superior actuará.

La “tranquilidad moral” de que “lo que se hizo” fue bajo la supervisión y el control de las organizaciones encargadas de tal cometido, según regulación, es decir, el cumplimiento de la legislación y la existencia de organizaciones que supervisan el cumplimiento de la misma, eximen de responsabilidad a quien toma decisiones en ese marco de actuación.

Sin que ello pueda formar parte del rigor que pretende esta investigación, en sus fuentes la propia literatura ambientada en mercados financieros hace continuada mención de ello cuando describe determinadas operaciones del mercado de valores. Se pueden citar, como ejemplos, obras de gran difusión en las que se alude explícitamente al total convencimiento de que una entidad superior arreglará lo que a nadie le conviene que esté desequilibrado. A título meramente ilustrativo, pueden citarse las obras de Michael Lewis, especialmente *El póquer del mentiroso* (Lewis, 1994), y las de Nassim Nicholas Taleb, como *El cisne negro* (Taleb, 2008), autores ambos con experiencia en el sector financiero, además de la que corresponde a su dedicación literaria. Asimismo, se hace explícita mención a la asistencia del sistema en casos de gran desequilibrio, con la que cuentan los agentes inversores, en obras de gran difusión como es el caso de *Memorias de un operador de Bolsa* de Edwin Lefèvre (2009), o todas las de André Kostolany (1985 y 1987).

Es sabida, pues, la existencia de la cobertura que ilustra el riesgo moral. Es decir, a través de políticas anticíclicas (o antisistémicas) cada vez que el sistema bancario o financiero está en peligro la autoridad financiera interviene, socorriendo riesgos y reavivando la economía.

El riesgo moral no deja de ser un **incentivo asimétrico**. De alguna manera, se trata del último eslabón de riesgo, que dispone de un último eslabón de protección, en la cadena a la que repetidamente hacemos referencia en esta investigación.

Va íntimamente asociado a los denominados riesgos sistémicos, que provienen de instituciones cuya quiebra o colapso puede afectar gravemente a todo el sistema financiero y, por tanto, a toda la sociedad. Una crisis sistémica, siguiendo a Freixas (1999), sería “*aquella en la que los mecanismos y circuitos financieros habituales dejan de cumplir sus funciones, interrumpiendo el desarrollo de las transacciones comerciales*”.

Como expone Vives (2011), al referirse a los bancos demasiado grandes para quebrar, “*recibirían mayores subsidios y tendrían mayores incentivos para asumir más riesgo*”, y añade que los “*grandes bancos suelen ser más complejos, más difíciles de supervisar y más interdependientes (lo cual aumenta el riesgo sistémico)*” (Vives, 2011). Se trata de una posibilidad con la que implícitamente cuenta el mercado. En definitiva se trata del riesgo moral.

Riesgo moral como red de seguridad

Puede entenderse, de lo comentado anteriormente, que cabe considerar el riesgo moral como un singular tipo de seguridad final.

El tema relevante aquí es conocer si los agentes que toman decisiones y operan en los sectores que aquí se tratan contemplan esa seguridad final, porque eso podría incentivar la asunción de

6. Contraste de las hipótesis

mayores riesgos, similares a los que un trapecista puede asumir en la carpa de un circo (Kane, 2004).

La presencia “excesiva” de redes de seguridad públicas puede evitar el efecto disciplinador del mercado y, por tanto, puede generar decisiones, o acciones, excesivamente arriesgadas. Así lo proponen tres analistas del Banco Mundial (Caprio, Demirgüç-Kunt y Kane, 2008), que exponen que uno de los problemas de la crisis fue el hecho de que la inadecuada regulación y supervisión no siguió el ritmo de las innovaciones financieras.

Se infiere de ello que una crisis podría tener parte de su causa en la existencia de incentivos, probablemente interiorizados, basados en la creencia de que el sistema, las autoridades, intervendrán a favor de las entidades financieras (y por tanto de sus inversores), en caso de que aparezcan problemas que aquéllas no puedan resolver.

Se trata de una permisividad implícita y autoconcedida, que permite asumir riesgos excesivos dada la existencia de un estamento superior, público, que actuará preservando el bien común, de las consecuencias de los riesgos excesivos asumidos.

Si entendemos el sector financiero, o inmobiliario, desde la observación de sus ciclos, los riesgos se asumen en la fase de auge, y la “salvación” se produce en la de declive.

Existe, como se expone, una gran relación entre **riesgo sistémicos** y **riesgo moral**. Como expone Pastor (1999) *“evitar los efectos de una crisis —lo que a veces se llama riesgo sistémico— introduce riesgo moral, y no hay más remedio que comparar ambos riesgos entre sí”*.

El riesgo sistémico puede ser gestionado con información y con capacidad (o voluntad) de acción. Conocer el estado de instituciones que se consideran sistémicas, permite una mejor supervisión. Pero ello no es fácil.

El riesgo sistémico se deriva de la actitud racional de los clientes depositantes de las entidades de crédito, que desean proteger sus ahorros ante la mínima sospecha de que su entidad puede tener dificultades.

La historia confirma que tras la crisis de 1930, en prácticamente todas las crisis financieras importantes ha habido una intervención decisiva de las autoridades económicas (Goodhart, 1999).

Riesgo moral e información

De acuerdo con el ejemplo propuesto por Kane (2004), comparando la red de seguridad bancaria con la que protege a los acróbatas en un circo, debe asegurarse que esa red funcione cuando sea necesario recurrir a ella.

Ello implica **asumir el riesgo moral como situación posible**, teniendo en cuenta que determinadas instituciones pueden promover actividades de gran riesgo, conscientes de que un error conlleva graves consecuencias que exceden su propio perímetro. Y por otro lado, con el convencimiento de que asumiendo la existencia de riesgos de grandes consecuencias en el caso de que lleguen a confirmarse, **es preciso disponer de esa red y financiarla** para su posible uso en el futuro.

6. Contraste de las hipótesis

Son dos afirmaciones de gran racionalidad económica, incluso pragmatismo, que dejan en evidencia la imposibilidad de evitar grandes riesgos, de los que se tiene constancia que ya han ocurrido antes en diferentes momentos, y de los que se asume que sus efectos, que exceden el ámbito de las instituciones que los provocan, solamente pueden ser corregidos con la intervención de un prestamista de última instancia, aportando fondos públicos.

Si, efectivamente, se entiende que es mejor prever una red de seguridad como mal menor, ante las consecuencias que puede acarrear determinado fallo en las previsiones o en el control de riesgos de una entidad, o incluso a causa de los denominados fallos de gobierno, tal vez deba considerarse dotar un fondo para hacerles frente, en las épocas de auge.

6.3.8 Aplicación de coberturas

Tratar el tema de los riesgos relacionándolo con la vinculación entre activos, invita a preguntarse si toda operación, o incluso toda decisión, es asegurable.

En caso de que sea posible disponer de cobertura para cualquier operación o activo, la siguiente duda puede referirse a si es posible obtener nueva seguridad generando nuevos riesgos, derivados de los que asume quien acumula esos riesgos al asegurarlos.

Como se ha expuesto, en algunos casos, y según determinadas decisiones, la propia cobertura de riesgos puede generar un mayor riesgo.

Y, si entendemos que un riesgo puede asociarse a un activo, como mínimo el inherente a toda operación, la existencia de mercados permite que la cobertura de riesgo pueda ser un activo negociable.

Se trata de instrumentos muy complejos técnicamente, cuya gestión creemos que demanda un alto grado de prudencia y sensatez. En el caso del *Exxon Valdés*, el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo (BERD) aceptó asegurar una operación que debía salvaguardar los intereses ecológicos de la sociedad. Con los CDS aparece el interés por salvaguardar los beneficios de determinados inversores, lo cual es legítimo y técnicamente sensato, en tanto que todo riesgo debe ser evaluado, mitigado y asegurado.

La técnica de los CDS, y los fines a los que puede ser aplicada, no ofrecen dudas, a priori, de la bondad de su funcionamiento como instrumento financiero (así se demostró en el siniestro del *Exxon Valdés*).

Pero estos objetivos, o las técnicas con las que se aplican, no son unívocos, y dependen en gran parte de los agentes que operan con los CDS.

Los beneficios esperados pueden estar basados en operaciones o activos de excesivo riesgo o, tal vez, quienes asumen el papel de aseguradores, adquiriendo el riesgo (en el CDS se traspasa el riesgo, no el activo) lo entienden como un activo negociable, cuya rentabilidad pierde el contacto con otros activos que está cubriendo.

Y efectivamente así es. Desde el momento en que un riesgo puede ser transmitido, sea a través de sus activos (como es el caso de la titulización tradicional), o bien transmitiendo solamente el riesgo (como en el caso de las titulizaciones sintéticas), se está valorando y negociando lo que realmente son riesgos.

6. Contraste de las hipótesis

Tal vez deja de ser importante el subyacente de esos activos con riesgo, pues sea el que sea será valorado y negociado. Pero esos subyacentes están afectados por el riesgo, y con ellos sus propietarios o tenedores.

En definitiva, no es el propio instrumento el responsable de incorporar un riesgo excesivo, de igual manera que un automóvil no es el responsable de una conducción temeraria.

Como expone Posner (2009), citado por Koslowski (2012), “*Dejando de lado la opacidad para los inversores de los valores complejos, no hay nada inadecuado en la titulización de la deuda, es decir, en transformar una deuda en un valor*”.

La responsabilidad está en el uso que se ha hecho de esos instrumentos, o que puede hacerse.

Como se ha expuesto repetidas veces en esta tesis, solamente es posible asignar probabilidades, en la gestión del riesgo a “aquello que es posible”. **Lo posible debería estar determinado por la regulación y la ética, es decir, lo que está permitido legalmente hacer, y lo que en conciencia puede o no puede ser prudente hacer.**

Quien toma decisiones es, pues, quien determina cómo utilizar un determinado mecanismo y en qué grado, igual que una botella de vino puede formar parte de un gran banquete o de una pesadilla etílica.

Transformar incertidumbre en riesgo es una estrategia racional para afrontar los riesgos que todo proyecto a futuro comporta, siendo por tanto una decisión consciente. La operación inversa, es decir transformar riesgos en incertidumbre, debe entenderse también como una actitud racional, probablemente poco prudente y sujeta a incentivos no virtuosos que emanan de la persona.

6.3.9 Los incentivos perversos o virtuosos

No siempre son incentivos explícitos los que premian determinada actitud que no coincide con lo que deberíamos entender como bien común.

Pueden existir también incentivos implícitos, basados en la necesidad de encontrar activos en los que invertir con altos beneficios, potenciados por una gran disponibilidad de liquidez, con bajos tipos de interés.

El proceso que orienta determinadas inversiones, arriesgadas o excesivamente apalancadas, ilustrado con una simple frase, podría consistir en una ecuación según la cual si los precios suben se obtiene una rentabilidad muy alta, y si bajan el coste de incumplir el pago es pequeño y por tanto asumible probabilísticamente.

Un ejemplo de posibles incentivos no suficientemente comprometidos con el bien común o, cuando menos con los mejores resultados para todas las partes, puede ser la regla conocida como “2 & 20” de los *hedge funds* (fondos de cobertura que protagonizan grandes inversiones con gran apalancamiento), que generando un incentivo de alto nivel puede provocar una excesiva asunción de riesgos (Montalvo, 2014). La regla del 2 & 20 resume la operativa según la cual por la gestión del patrimonio hay una comisión del 2% de los activos totales, y la firma de *hedge fund* recibe un 20% de los beneficios a partir de un determinado objetivo por la gestión de ese patrimonio (Rayón y Fernández, 2012). Este 20%, conocido en el sector como “*carry*”, es, de hecho, el estándar en este sector financiero. Se trata, sin duda, de un incentivo muy alto,

6. Contraste de las hipótesis

que puede ser gestionado como objetivo de diferentes formas, algunas de ellas alejadas del bien común o de la prudente asunción de riesgos ante los objetivos a alcanzar.

En definitiva, una vez más la solvencia profesional y ética de los agentes, es decir, de las personas decidiendo y actuando en un mercado, es la que adjetiva determinadas operaciones en lo que a riesgos vinculados a activos financieros e inmobiliarios se refiere.

Conocer los incentivos de los participantes en los diferentes mercados que constituyen la cadena de vinculación entre activos financieros e inmobiliarios, parece una misión que deben tener en cuenta los organismos encargados de la supervisión y control de operaciones financieras. Sin embargo, las mismas organizaciones que forman parte de **la cadena de vinculación de riesgos**, o los principios y valores de las personas que las componen, deberían asegurar la más correcta actuación.

Como ejemplo final, sin que ello suponga aquí ningún juicio de malas prácticas, pueden señalarse conflictos de intereses en organizaciones tasadoras de inmuebles destinados a servir de garantía hipotecaria, cuyos accionistas mayoritarios han sido entidades de crédito.

En otro apartado de esta tesis se ha mencionado que un gran número de agentes podía estar concediendo hipotecas al mismo tiempo que otros muchos lo hacían, sin tener contacto ni conocimiento de ello entre ellos. Podemos añadir aquí que a la vez, otros agentes, igualmente desconectados y desconocidos entre sí, podían estar titulizando esos préstamos o créditos hipotecarios, en diferentes formatos, sin necesidad de informar de ello a ninguna de las dos personas que firmaron el contrato original (el prestatario y el representante de la entidad de crédito). Esos títulos, u otros, podían estar siendo objeto, al mismo tiempo, de coberturas con nuevos instrumentos financieros.

En definitiva, el mercado, o los múltiples mercados que componen la expresión “el mercado”, funcionando con autonomía a través de sus agentes, que persiguen un determinado beneficio, no siempre es suficientemente eficiente.

6.3.10 Conversión de riesgo en incertidumbre

La expresión que da título a este apartado no es habitual en ningún texto en el que se aborde la gestión del riesgo, por cuanto **constituye la antítesis del proceso entendido como sensato y rentable**. Sin embargo, al hilo de esta investigación, se han expuesto situaciones en las que parece existir una tendencia a incrementar la incertidumbre en determinadas situaciones en las que debe adoptarse una decisión, en tiempo presente, que afecta al futuro de sus intervinientes. Sin duda, aumentar la asimetría informativa, o emitir dictámenes sin suficiente rigor, o actuar en una situación de conflicto de intereses, pueden ser algunos de los ejemplos.

Incrementar riesgo por la vía de incrementar incertidumbre, puede entenderse como convertir riesgo en incertidumbre, es decir, deshacer un camino andado o renunciar a un conocimiento del que ya se disponía.

Gestionar la información, reduciéndola o “estructurándola”, puede ser fuente de incertidumbre. Y operar en incertidumbre es ceder la capacidad de decisión al azar, o asumir la volatilidad de los resultados.

6. Contraste de las hipótesis

Cuando se tiene constancia de esa incertidumbre, es decir, cuando existe un sentimiento de volatilidad extrema, en la que cualquier decisión se inscribe en un escenario de absoluta imprevisibilidad, aparecen los picos del índice VIX que se ha reproducido antes.

La incertidumbre puede explicar muchas inversiones, o la financiación de las mismas, que han resultado fallidas o de dudosa viabilidad en su planteamiento.

Puede nuevamente inferirse, entonces, que una buena gestión, o incluso una necesidad ante cualquier decisión que afecta a futuro, tenderá a **convertir incertidumbre en riesgo**.

Invertir ese axioma puede entenderse como irracional, o como contrario a todos los estudios de gestión de riesgos. Sin embargo, esta heterodoxa actitud puede suponer una ventaja para una de las partes en una operación, financiera o inmobiliaria, o crear un escenario de ventaja.

Así pues, toda decisión o gestión que incremente o pueda incentivar la incertidumbre, como por ejemplo cualquier tipo de alteración de la información disponible, será contraria a lo que son actitudes razonables ante una inversión o ante su financiación.

Es decir, convertir riesgo en incertidumbre no se entiende en esta investigación como una decisión que avale solvencia profesional o ética.

Nadie desea operar en las cimas del índice VIX, por lo que provocarlas no tiene sentido racionalmente.

Además de la mencionada conversión de riesgo en incertidumbre, puede también evaluarse lo que supone convertir la seguridad (en este caso la cobertura de activos o inversiones) en riesgo.

El proceso correcto debería ser, como repetidamente se ha expuesto en esta tesis, convertir incertidumbre en riesgo, reducir riesgo incorporando seguridad.

Toda inversión demanda, para decidir llevarla a cabo, una determinada rentabilidad esperada, igual que todo esfuerzo precisa de un resultado final que la motive. Sin rentabilidad puede entenderse que no existe estímulo inversor o disposición a establecer tratos.

Sin riesgo no hay innovaciones ni hay progreso. Sin riesgo, o sin personas que opten por determinado riesgo, no hay inversiones. Ninguna innovación o progreso, salvo los que proceden del azar, habría llegado a la sociedad sin alguien que arriesgara su tiempo, o recursos en investigar o en su puesta en práctica.

En cualquier caso, la rentabilidad de todo trato o inversión se obtendrá siempre en el futuro, en un esquema de valor y decisión actual, frente a rendimientos futuros y escenarios no siempre predecibles. Se entiende, pues, que al tomar una decisión en tiempo presente se asume una determinada “capacidad de hacer frente al futuro”.

En el objetivo de esta investigación, estas decisiones a futuro se concretan fundamentalmente en solicitar un crédito hipotecario, conceder ese crédito, y cualquier otra operación de inversión vinculada a esos dos procesos.

El futuro es siempre desconocido, por ello todo proyecto conlleva incertidumbre, que puede ser mayor cuanto más lejano sea el horizonte temporal del plan proyectado.

En definitiva, se trata, pues, de convertir incertidumbre en riesgo, o en riesgos medibles.

6. Contraste de las hipótesis

Rentabilidad y riesgo

Como expone Koslowski (2012), el infierno y la bancarrota tienen la función de indicar a la persona que es aconsejable reflexionar sobre el riesgo y no arriesgar en exceso pero tampoco no arriesgar, puesto que no hacerlo puede también producir pérdidas.

En el ámbito económico, concretado en los sectores financiero e inmobiliario, todo proyecto responde a determinado objetivo que debe aportar valor o beneficio, sea éste económico o social, general o particular. Se entiende, pues, que todo proyecto decidido en fecha presente, para ser desarrollado en fecha futura, debe **perseguir una determinada rentabilidad**.

A efectos simplificadores, entenderemos aquí por rentabilidad los resultados puestos en relación con la inversión efectuada. Así pues, en el caso de que esos resultados futuros sean positivos (beneficio) la inversión efectuada se recuperará y se obtendrá un incremento de la misma, es decir, se dispondrá de un mayor patrimonio. En el caso de que el resultado sea negativo, por lo tanto distinto del que se supone se pretendía, se obtendrán pérdidas, lo que significará recuperar una parte menor de la inversión efectuada (la correspondiente a detraer las pérdidas de la inversión inicial) o, en el peor de los casos, perder la totalidad de la inversión. Puede existir un tercer caso, posible según determinada legislación o según el vehículo con el que se efectúe la inversión (responsabilidad limitada o no), en el que las pérdidas pueden superar a la inversión efectuada y estar obligado a asumirlas (situación que remite a la legislación hipotecaria española y al desequilibrio entre el valor de un crédito y el de sus garantías).

Siguiendo el repertorio de situaciones expuestas, y en un entorno de actuación racional, la investigación asume que un inversor solamente acometerá un proyecto si tiene suficiente convencimiento de que éste va a tener éxito y va a obtener una determinada rentabilidad final. Ése puede ser un motivo para asumir un determinado riesgo.

Además, ese mismo inversor dispondrá de diferentes escenarios, en los que esos resultados positivos pueden ser mayores o menores, que hagan atractivo el proyecto (y por tanto la asunción de riesgo), normalmente comparando la tasa de rentabilidad con el coste de los recursos invertidos.

Por último, en el hipotético caso de que pudiera evaluarse un escenario futuro de pérdidas o incluso de quiebra, el inversor racional buscará mecanismos de protección de la inversión efectuada frente a ese riesgo, es decir, la opción de recuperar la inversión a pesar del fracaso del proyecto.

En resumen, una actitud racional aconseja el estudio riguroso de un proyecto, asumiendo la complejidad de todos los escenarios futuros, la evaluación de posibles riesgos, y la disponibilidad de una cobertura cuyo coste forme parte del proyecto y por tanto de su rentabilidad.

6. Contraste de las hipótesis

6.3.11 Conclusiones a modo recapitulatorio

La preferencia por el riesgo no es una decisión de un ente jurídico, como puede ser una entidad crediticia, sino de sus gestores, pudiendo existir una diferencia de aversión al riesgo entre accionistas y directivos, como se observó al tratar el tema de la teoría de agencia.

No parece sensato que un inversor desee incorporar opacidad a su proyecto, eliminar información o incluso despreciar instrumentos de cobertura de riesgos, aumentando los riesgos del proyecto, **si no le asisten otros motivos**.

Igualmente, no parece racional que un inversor desee asumir opacidad, tomar decisiones con poca información, o que necesite disponer de instrumentos de cobertura, con una clara preferencia por el riesgo, consciente o no, **si no le asisten otros motivos**.

La vinculación entre activos con riesgo, por sí misma no es la causante de decisiones que conllevan riesgos excesivos.

La gestión de las personas, las decisiones que se toman en ese ámbito, sí pueden generar consecuencias indeseadas para el bien común (y para cada uno de los intervinientes en operaciones). No solamente las pueden generar, sino que pueden formar parte de una estrategia. La eficiencia no genera beneficios diferenciales, la certeza no permite tomar ventaja.

Pueden darse infinitas actitudes ante el riesgo y la incertidumbre.

¿Puede afirmarse que se convierte riesgo en incertidumbre, o que se crea incertidumbre, con la reducción de información?

Antes se ha expuesto que riesgo e incertidumbre están relacionados atendiendo a la información (Knight, 1921), que permite establecer probabilidades. Por tanto, debemos entender que reducir o eliminar esa información supone generar incertidumbre, pues aminora el marco de establecimiento de probabilidades.

La cada vez mayor dedicación de recursos al estudio de probabilidades, asumiendo azar y volatilidad, puede hacer suponer una menor racionalidad en las inversiones. Ello sugiere dos preguntas, que se plantean aquí, más allá de todo lo expuesto hasta ahora: **¿Es posible asignar rentabilidad a la incertidumbre? ¿Es “seguro” invertir en incertidumbre?**

Probablemente las respuestas no sean necesarias para quienes pueden tener total confianza en la intervención del sistema ante desequilibrios de gran volumen y contagio.

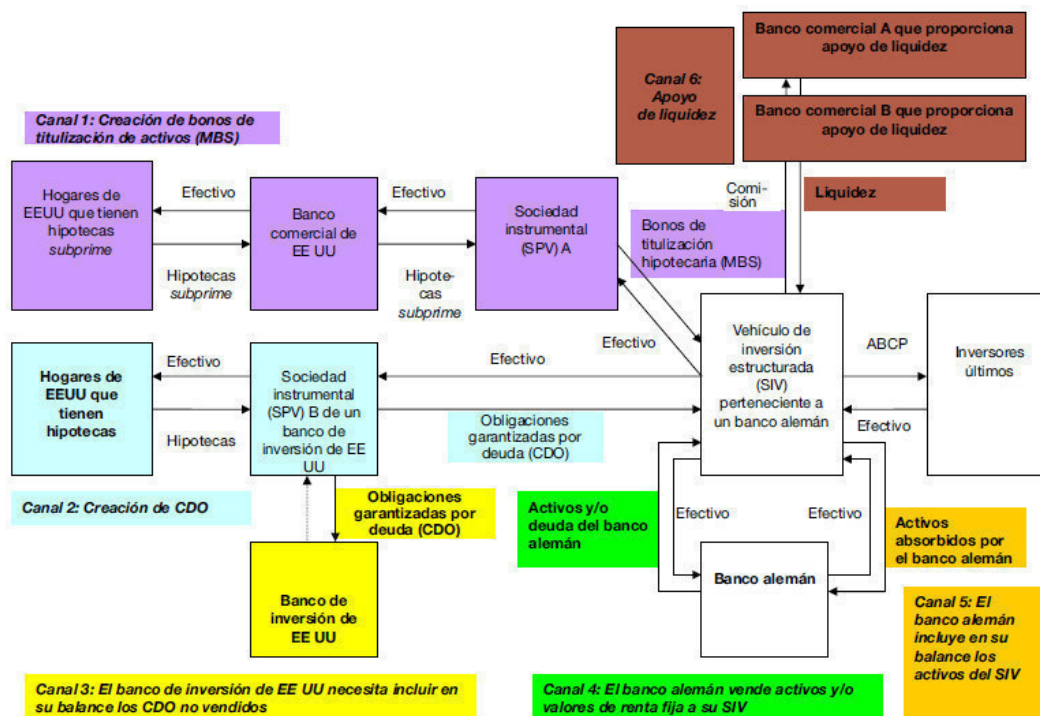
El concepto de riesgo sistémico supone derivar fondos públicos (u obtenidos con deuda pública) para sanear instituciones quebradas.

Nuevamente, ello pone en el foco en la duda acerca de si quien asume riesgos tiene conciencia de ello, incluso sabiendo su envergadura y la de sus posibles consecuencias.

La gran pregunta es si realmente existe riesgo cuando existe un primer nivel de cobertura (CDS) y un segundo nivel, indeseado pero contemplado, basado en el riesgo moral. Y, derivada de esta duda, sería necesario conocer si tienen responsabilidad los ejecutivos decisores o los accionistas que operan con riesgos excesivos.

6. Contraste de las hipótesis

Se adjunta a continuación la Figura 6.38, con un gráfico en el que se ilustran los canales de contagio relacionados con la financiación estructurada durante una época de turbulencias financieras. Su estudio permite deducir que no es posible gestionar esta complejidad sin una capacidad financiera altísima, o sin una gran cobertura de riesgos (explícita e implícita).



Fuente: Criado y Van Rixtel (2008)

Figura 6.38 Canales de contagio de la financiación estructurada

Independientemente del contagio, vía globalización de mercados, que los mecanismos financieros expuestos en la tesis hayan podido tener en España, se han desarrollado situaciones propias en los sectores financiero e inmobiliario.

En España, la vinculación entre valor inmobiliario y valor crediticio, rígida y no autorregulada (el dinero líquido no se deprecia como un bien inmueble), supuso una verdadera palanca de retroalimentación, en la que un activo que estaba supeditado al otro vinculado influía en su valor o en su riesgo.

La propia tensión del mercado inmobiliario (cuyos precios subieron a un nivel insostenible, en lo que se denominó una “burbuja”), tras las consecuencias de la limitación de crédito derivada de la crisis financiera internacional, supuso que la demanda de inmuebles cayera bruscamente. Ello hizo realidad, con gran rapidez y severidad, todos los riesgos latentes, ante los que diferentes regulaciones han tenido que establecer mecanismos ex post, fundamentalmente en forma de provisiones.

6.3.12 Contraste de la hipótesis H3

La hipótesis H3, formulada como “La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera riesgo, que se incrementa cuanto mayor sea aquella”, se descompuso en dos subhipótesis, para su mejor estudio.

6. Contraste de las hipótesis

Contraste de la subhipótesis H3.1

En relación con la subhipótesis H3.1, formulada como H3.1 - La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario incrementa el riesgo, se entiende que, a pesar de que la vinculación puede incidir en un mayor riesgo para los agentes que participan de esa cadena de vinculación, para que efectivamente estos riesgos sean excesivos o incorrectos es precisa la intervención de la persona humana, intencionalmente o por pura negligencia, lo que guarda relación con la ya mencionada otras veces solvencia profesional y ética de los agentes.

Pero esta actitud, que implica la asunción de mayores riesgos y la negociación con activos que estrictamente incorporan riesgos basados en riesgos previos, no puede atribuirse a la totalidad de las personas, agentes, entidades o incentivos que integran los sectores financiero e inmobiliario.

Por ello, **la subhipótesis H3.1 de esta tesis, formulada como “La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario incrementa el riesgo”, se considera confirmada parcialmente**, dado que el aumento de riesgo es dependiente de las decisiones y acciones de quienes participan en los sectores vinculados.

En definitiva, no es solamente la vinculación de los sectores financiero e inmobiliario la que incide en el riesgo, sino la gestión, las decisiones y los incentivos de las personas que operan en ambos sectores, asumiendo diferentes riesgos, transmitiéndolos o asegurándolos.

Contraste de la subhipótesis H3.2

La subhipótesis H3.2, formulada como “Se asumen riesgos excesivos, con conocimiento de ello”, ha sido contrastada con los criterios derivados del marco referencial.

Se ha expuesto en la tesis cómo se opera con riesgo de forma implícita, pues todos los activos y las operaciones con ellos incorporan riesgo, y explícita, por cuanto el mismo riesgo se convierte en un activo que se negocia en mercados y que se asegura con nuevo riesgo.

Dado que un cirujano o un relojero conocen perfectamente su profesión y el objeto al que se aplica su conocimiento, puede hacerse la misma analogía con quien opera con el riesgo en mercados en los que éste es el activo de referencia.

Dado el volumen económico negociado en activos de riesgo, como es el caso de los CDS, y la asunción del riesgo moral en algunos de sus procesos, entendemos que se tiene conciencia del riesgo con el que se opera.

Abundando en lo expuesto, el solo hecho de acudir a instrumentos de cobertura de riesgos, que incorporan un gran riesgo en sí mismos, o que lo trasladan a entidades (“*monolines*”) que lo acumulan en un altísimo grado al mismo tiempo que ceden su calificación a las emisiones a las que dan cobertura, describe una actividad en la que se tiene conciencia del riesgo, pues es imposible negociar con él sin conocer su naturaleza.

Así pues, **la subhipótesis H3.2 de esta tesis, formulada como “Se asumen riesgos excesivos, con conocimiento de ello”, se considera confirmada parcialmente**, dado que la asunción de riesgo con conciencia del mismo es una decisión de las personas, dentro de las diferentes actitudes ante aquél. Pero no siempre esa preferencia por un excesivo riesgo proviene de una decisión adoptada con la suficiente información. Operar con riesgo, incluso con conciencia del

6. Contraste de las hipótesis

mismo, forma parte de la solvencia profesional y ética de la persona, pero también de la disponibilidad de información (completa o sesgada) que permite fundamentar una decisión.

Contraste de la hipótesis H3

Se considera pues **confirmada parcialmente** la hipótesis H3, formulada como “**La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera riesgo, que se incrementa cuanto mayor sea aquélla**”, a través del contraste de sus dos subhipótesis.

Esta tesis considera que, efectivamente, la vinculación puede influir muy decisivamente en el riesgo, sin embargo para ello es precisa la actitud de personas con capacidad de decisión y de influencia que intervienen en las operaciones. Asimismo, puede existir preferencia por el riesgo, incentivada por objetivos que pueden proporcionar rentabilidad privada con riesgos que pueden llegar a ser asumidos colectivamente, pero no es la actitud de todos los participantes de los mercados en los que se opera, ni siempre se dispone de la suficiente información para decidir correctamente al respecto.

Debe, sin embargo, mencionarse aquí la trascendencia que una sola decisión inadecuada puede tener, en comparación con la poca influencia que posiblemente puedan tener miles de decisiones correctas. Por ello, no puede considerarse que la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario sea la causante de esos riesgos, sino que lo son quienes los promueven y, sin duda alguna, quienes disponiendo de información pueden supervisar y controlar determinadas prácticas.

6. Contraste de las hipótesis

6.4 Resumen del contraste de las hipótesis

Se resume a continuación el contraste de las tres hipótesis, con sus correspondientes subhipótesis.

<p>Subhipótesis H1.1</p>	<p>Los activos, financieros e inmobiliarios, quedan vinculados por sus valores.</p>	<p>Confirmada</p>	<p>Las características, presentes y futuras, de un activo financiero o inmobiliario se trasladan a un valor que las resume a todos los efectos. Por tanto, en todas las decisiones y operaciones el valor de los activos es la variable determinante, que sustituye la mayor o menor diferenciación de cada uno de ellos.</p> <p>La vinculación entre activos financieros e inmobiliarios constituye una relación entre los diferentes valores de cada uno, que sustituyen sus cualidades y los contratos entre ellos.</p> <p>Se trata de un equilibrio que relaciona la originación de préstamos y créditos hipotecarios, con bienes inmuebles de garantía y con la emisión de titulizaciones, a través del valor de los activos.</p> <p>La variación del valor de un activo puede afectar al de otro o a la estabilidad de la cadena de vinculación.</p>
<p>Subhipótesis H1.2</p>	<p>El valor de los activos, financieros e inmobiliarios, puede dificultar o impedir su desvinculación.</p>	<p>Confirmada</p>	<p>La vinculación entre activos de muy diversa naturaleza y sujetos a muy diferentes métodos de valoración se basa en un equilibrio entre sus valores (rentabilidades, riesgos y liquidez) aceptados por el mercado.</p> <p>El valor de uno o varios activos es susceptible de variar en el tiempo, lo que puede generar un desequilibrio de la cadena de vinculación y afectar a los resultados de todos los agentes participantes y a la solvencia de algunas entidades.</p> <p>Disolver la cadena de vinculación, o extraer activos de la misma, una vez desequilibrada, supone confirmar pérdidas. Mantenerlos significa asumir costes.</p> <p>Solamente la actuación de un prestamista de última instancia, que evite la necesidad de convertir los activos en liquidez, puede asegurar la estabilidad, que, de hecho, es un bien público.</p>
<p>Hipótesis H1</p>	<p>La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, es realmente una vinculación entre el valor de sus activos. Los activos quedan vinculados por sus valores que, asimismo, condicionan su desvinculación.</p>	<p>Confirmada</p>	<p>Se confirman las subhipótesis H1.1 y H1.2, lo que se traslada a la hipótesis H1. El valor de los activos financieros e inmobiliarios es el que fundamenta su vinculación y el que sirve de referencia en las decisiones de inversión y financiación. Por ello, cualquier cambio en el valor de uno o más activos influye en la rentabilidad, riesgo o liquidez de los demás, afectando a la posible desvinculación entre ellos, que se rige por la confirmación de un nuevo equilibrio.</p>

6. Contraste de las hipótesis

<p>Hipótesis H2</p>	<p>La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario genera información asimétrica, incrementándose ésta cuanto mayor sea aquélla.</p>	<p>Confirmada parcialmente</p>	<p>A pesar de la complejidad de determinadas operaciones y de la dificultad en valorar algunos activos, es precisa la participación humana, a través de su intención o negligencia, para generar o incrementar la asimetría de la información.</p> <p>Si la capacidad profesional y el compromiso ético se entienden correctos no debería producirse dicha situación, dado que a largo plazo no beneficia al bien común. Los objetivos a corto plazo de quienes toman decisiones son los que afectan a la disponibilidad y calidad de la información, que puede suponer una ventaja para quien la gestiona.</p> <p>Por tanto, en la vinculación entre activos financieros e inmobiliarios, la información asimétrica está sujeta a las decisiones y acciones de las personas que intervienen en sus operaciones.</p>
----------------------------	--	---------------------------------------	--

<p>Subhipótesis H3.1</p>	<p>La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, incrementa el riesgo.</p>	<p>Confirmada parcialmente</p>	<p>Los activos financieros e inmobiliarios, en su interrelación, no generan un mayor riesgo por sí mismos, sino a través del uso que se les da.</p> <p>El incremento de riesgo depende de las decisiones y acciones de quienes participan en los sectores vinculados.</p> <p>La gestión, las decisiones y los incentivos de las personas que operan en los dos sectores, o de quienes los supervisan, son la verdadera fuente de un eventual mayor riesgo, que precisa disponer de financiación para asumirlo.</p>
<p>Subhipótesis H.3.2</p>	<p>Se asumen riesgos excesivos, con conocimiento de ello.</p>	<p>Confirmada parcialmente</p>	<p>La asunción de riesgos excesivos, con conciencia de los mismos, es una decisión de las personas.</p> <p>Operar con riesgo, incluso siendo consciente del mismo, es una elección que forma parte de la solvencia profesional y ética de la persona. Depende también de la disponibilidad de información (completa o sesgada) que permite fundamentar una decisión, o de una suficiente cobertura.</p> <p>La relación entre rentabilidad y riesgo de un determinado producto solamente tiene sentido si existe demanda.</p> <p>Los procedimientos o activos vinculados son susceptibles de incorporar riesgo o generarlo, pero no invitan a ello por sí mismos.</p>
<p>Hipótesis H3</p>	<p>La vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, genera riesgo, que se incrementa cuanto mayor sea aquélla.</p>	<p>Confirmada parcialmente</p>	<p>Tanto la subhipótesis H3.1 como la H3.2 se consideran confirmadas parcialmente, dado que las diferentes características de los activos y de su interrelación no devienen autónomamente en un mayor riesgo. Esta confirmación parcial se traslada a la hipótesis H3, ya que es necesaria la participación humana, con sus decisiones y su actuación (por acción u omisión), para asumir o generar un determinado grado de riesgo.</p>

6. Contraste de las hipótesis

Solamente tras conocer la naturaleza de los activos financieros e inmobiliarios, y el funcionamiento de los procesos de los que forman parte, es posible confirmar que no son ellos los que generan los excesos de riesgo o de apalancamiento financiero en los que se incurre en ocasiones.

El marco teórico y de referencia, cuya extensión en esta tesis obedece a la necesaria comprensión de todos los aspectos que se considera que afectan a las relaciones entre activos financieros e inmobiliarios, ha puesto de manifiesto la gran complejidad de su composición y de las operaciones en las que intervienen. Sin embargo, no ha detectado ningún activo o proceso que, por sí mismo, aliente una menor información o un mayor riesgo en el marco de los dos sectores estudiados.

Los excesos en financiación y riesgo pueden resumir la principal causa de desequilibrios en los sistemas financiero e inmobiliario. Dichos excesos son la razón fundamental de las denominadas burbujas de activos y de las crisis financieras, objeto de numerosos estudios.

En relación con las burbujas, sirve de referencia Galbraith (1991) y su obra *Breve historia de la euforia financiera*. En lo referente a las crisis destacamos la obra de Kindleberger (1991), *Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras*, y la más cuantitativa de Reinhart y Rogoff (2011) *Esta vez es distinto: Ocho siglos de necedad financiera*.

En definitiva, a pesar de su recurrencia, consideramos que muchas de las situaciones descritas en la investigación, que apoyan el contraste de las hipótesis, forman parte de la historia, y no pueden ser desconocidas por quienes facilitan financiación o supervisan sus procesos.

Como señala Kindleberger (1991), siempre es posible detectar la reciprocidad entre financiación y burbujas de activos. Y el crédito, como se ha expuesto en esta tesis, siempre es procíclico (Gual, 2009), de manera que en épocas de auge se concede abiertamente, y en épocas recesivas se reduce contundentemente.

En esta investigación se ha citado la eficiencia del mercado como concepto teórico que permite evaluar su buen funcionamiento, aunque la realidad se aleja de su teoría, confirmando diferentes fallos de mercado y comportamientos poco racionales de quienes participan en los sectores financiero e inmobiliario.

En lo referente a los excesos y a la conducta aparentemente irracional de algunos agentes, resulta interesante reproducir parte de la cita de Adam Smith (2004), en su obra *Teoría de los sentimientos morales* (1759), que aparece en Kindleberger (1991, p. 17), cuando refiriéndose a la “conducta de casi todos los desafortunados” manifiesta que “todas las desgracias de una gran parte de ellos derivan de no saber cuándo estaban bien, cuál era el momento de quedarse quietos y darse por satisfechos”. Tal afirmación puede complementarse con la de Homer Hoyt (1933), citado también por Kindleberger (1991) y reproducida por Leung, Cheung y Tang (2011): “[...] *In the ruin of all collapsed booms is to be found the work of men who bought property at prices they knew perfectly well were fictitious, but who were willing to pay such prices simply because they knew that some still greater fool could be depended on to take the property off their hands and leave them with profit*”, es decir, “en la ruina de todos los booms colapsados puede encontrarse la obra de hombres que compraron propiedades a precios que sabían perfectamente que eran ficticios, pero que estaban dispuestos a pagar simplemente porque sabían que otros todavía más locos que ellos les podían quitar la propiedad de sus manos y dejarles beneficios”.

6. Contraste de las hipótesis

6.5 Disertaciones de tres financieros en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas

6.5.1 Introducción

Se presenta en este apartado, como complemento a toda la información contenida en la tesis, y en especial al contraste de las tres hipótesis de la misma, un compendio de opiniones de tres muy ilustres académicos, que compaginaron cargos de alta responsabilidad en su vida profesional en el sector financiero español, con su vocación docente, investigadora y académica.

Estas opiniones se presentan en forma de imaginario diálogo con lo expuesto en la tesis y, en definitiva, con situaciones más contemporáneas. De este modo se pretende relacionar opiniones expresadas hace más de una década con la realidad que se conoce hoy. A pesar de su cierta lejanía en el tiempo resultan ser de plena actualidad y entendemos que lo que exponen tiene auténtica vigencia.

Este ejercicio, estrictamente académico y que para el autor de esta tesis supone, también, un reconocimiento a quienes a través de sus textos han compartido su experiencia y sus conocimientos, permite disponer de criterio de gran relevancia y autoridad, y es la constatación de que algunos sucesos ocurridos en épocas contemporáneas, o previas, a la redacción de esta tesis, ya habían sido observados, reflexionados y comentados por muy autorizadas e informadas opiniones, entre ellas las de los tres ilustres académicos que se citan aquí.

Los tres textos que se presentan proceden de disertaciones pronunciadas en sendas sesiones en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas por los académicos de número José Ángel Sánchez Asiaín, Luis Ángel Rojo Duque y Rafael Termes Carreró, nombrados en el mismo orden en que cronológicamente fueron dictadas las disertaciones que aquí se citan.

Al final de este apartado se adjunta una breve biografía, profesional y académica de cada uno, según el formato que aparece en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, pero a título de presentación se introducen de manera breve seguidamente.

Como se ha dicho, los tres académicos han dedicado un gran tiempo de su carrera a la docencia y a la investigación, que han compartido con su vida profesional, muy unida al sector financiero español, en el que han ocupado cargos de gran responsabilidad, que se mencionan a continuación.

José Ángel Sánchez Asiaín fue presidente del Banco de Bilbao (1974-1988) y del Banco Bilbao Vizcaya (1988-1990).

Luis Ángel Rojo Duque ocupó el cargo de subgobernador del Banco de España (1988-1992) y de gobernador del Banco de España (1992-2000).

Rafael Termes Carreró fue consejero del Banco Popular Español y consejero delegado de la misma entidad entre 1966 y 1977. Asimismo, ocupó el cargo de presidente de la Asociación Española de Banca Privada (AEB) desde noviembre de 1977 hasta mayo de 1990.

Las sesiones escogidas para este estudio, todas celebradas en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, son las que se indican a continuación.

6. Contraste de las hipótesis

José Ángel Sánchez Asiaín, “**El progresivo divorcio entre el mundo real y el mundo financiero**”. Sesiones celebradas los días 3 y 10 de noviembre de 1987. Publicada como Asiaín, J. A. S. (1988) y aquí citada como Sánchez Asiaín (1988). “El progresivo divorcio entre el mundo real y el mundo financiero” en *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas* (n.º 65, pp. 83-102). Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Luis Ángel Rojo Duque, “**Incertidumbre financiera y desequilibrios económicos**”. Sesión celebrada el 24 de noviembre de 1987. Publicada como Duque, L. A. R. (1988) y aquí citada como Rojo (1988). “Incertidumbre financiera y desequilibrios económicos” en *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas* (n.º 65, pp. 109-122). Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Rafael Termes Carreró, “**Las irregularidades financieras y la economía de mercado**”. Sesión ordinaria celebrada el 5 de noviembre de 2002. Publicada como Carreró, R. T. (2003) y aquí citada como Termes (2003). “Las irregularidades financieras y la economía de mercado” en *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas* (n.º 80, 2003, pp. 141-176). Academia de Ciencias Morales y Políticas.

6.5.2 El valor del conocimiento y la experiencia

El conocimiento y la experiencia suelen estar accesibles para quien los persigue.

Los sectores financiero e inmobiliario tienen una gran influencia en la macroeconomía, lo que se traduce en su participación en las condiciones sociales y económicas de un país. Se trata de sectores que responden a mercados que tienen conciencia de su participación en la sociedad y de los recursos que congregan, por lo que la gestión, en el seno de los mismos, la entendemos comprometida con el conocimiento en que se fundamentan.

Tratándose además de sectores comúnmente considerados como cíclicos, muchas situaciones son recurrentes y ya estudiadas antes, por lo que es posible una cierta anticipación ante la aparición de determinados indicadores, o una delimitación de aquellas prácticas que pueden considerarse como no correctas (técnicamente o éticamente).

En este apartado, como se ha dicho, se acude a las opiniones de tres ilustres académicos, para enriquecer el criterio en el que fundamentar las conclusiones de esta tesis.

Las lecciones académicas, de las que es deudora esta tesis, y en especial quien la redacta, pueden y deben tener reflejo en la realidad, es decir, en beneficio de la sociedad y su bien común. En ocasiones no es posible que sea así de forma ejecutiva, pero sí se puede dejar constancia de la existencia de un conocimiento disponible ante el que no es posible alegar ignorancia.

Para mejor relacionar lo que aquí se pretende con el marco referencial que se ha expuesto a lo largo de esta investigación, y en lo que a la discusión y contraste de las hipótesis se refiere, iniciamos este apartado recurriendo a un texto ya citado anteriormente, de Jesús Saurina Salas (2002), extraído de su artículo “Solvencia bancaria, riesgo de crédito y regulación pública: el caso de la provisión estadística española”, en el que advertía que los “*fallos de mercado presentes en el sector bancario, con sus potencialmente graves consecuencias para el conjunto de una economía, hacen necesaria su regulación pública*”.

6. Contraste de las hipótesis

Saurina Salas (2002) argumenta la necesidad del *“funcionamiento de la provisión estadística para insolvencias, recientemente creada por el Banco de España, y su utilidad como instrumento para una adecuada regulación pública de las entidades de depósito”*, justificándola con la necesidad de *“atemperar el impacto que los ciclos financieros tienen sobre el ciclo real de la economía”*.

Cuando en páginas anteriores hemos citado este texto hemos manifestado nuestra opinión acerca de que, tal como muestra el desarrollo que ha tenido el sistema financiero e inmobiliario español y su influencia en la evolución de la economía real con posterioridad al 2002, año de publicación de este artículo, sus recomendaciones no fueron suficientemente atendidas o su aplicación no dio los resultados esperados.

Es decir, el funcionamiento de los mercados financiero e inmobiliario o, si se prefiere, de los sectores financiero e inmobiliario, financiando uno el crecimiento del otro, no ha respondido a lo que expone Saurina Salas (2002), que hace referencia a conceptos que entendemos de gran importancia, como son la valoración de activos, sus provisiones, los recursos propios suficientes para atenuar riesgos inesperados, el control y la medición de riesgos.

También queremos recuperar aquí una frase, ya citada en otro apartado de la tesis, de Pedro Pablo Villasante en calidad de director general de Supervisión del Banco de España, en el 2005, en la que afirmaba que *“una de las principales lecciones de la crisis 1978-1985 fue la necesidad de contar con criterios sanos y prudentes de provisiones de préstamos”*. En este sentido, Villasante (2005) exponía que las políticas de provisiones deben tener en cuenta la experiencia de los gestores y la necesidad de anticiparse a los ciclos económicos. Y, sobre todo, había que proteger la calidad de los activos, la solvencia de la entidad, la confianza en el negocio y su continuidad.

6.5.3 Presentación de los textos de los tres académicos

Los tres textos que van a ser presentados en este apartado pueden consultarse en la dirección <http://www.racmyp.es/publicaciones/discursos.cfm>, que dirige a los discursos de los académicos de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Ofrecemos aquí una selección, ni exhaustiva ni representativa en modo alguno, aunque suficientemente ilustrativa, de las opiniones expresadas hace más de una década por personas de gran prestigio, que han compartido brillantemente el mundo financiero y el mundo académico, con honores en ambos ámbitos.

Para agrupar los tres textos, el apartado se ha organizado en dos bloques temáticos. El primero, que toma como referencia los escritos de José Ángel Sánchez Asiaín (1988) y de Luis Ángel Rojo (1988), se enfoca hacia el valor de los activos y el riesgo asociado a su eventual incremento incontrolado. El segundo, a través del texto de Rafael Termes (2003), aborda la participación de las personas en los mercados y en sus operaciones, y el valor de la información.

Presentación de las disertaciones de José Ángel Sánchez Asiaín y de Luis Ángel Rojo

Las intervenciones de José Ángel Sánchez Asiaín y de Luis Ángel Rojo, que presentan los auge bursátiles y su posterior caída, abordan el funcionamiento del sector financiero a través del incremento del valor de los activos y del riesgo que ello supone para las entidades y para la sociedad. Se trata de un tema que ambos académicos analizan tomando como referencia los

6. Contraste de las hipótesis

activos bursátiles, y que en esta tesis hemos tratado a través de los activos inmobiliarios vinculados con los activos crediticios.

Tanto la disertación de José Ángel Sánchez Asiaín como la de Luis Ángel Rojo parten de lo ocurrido el lunes 19 de octubre de 1987, que se denominó, y así se la conoce, como “*black monday*” (lunes negro). A partir de los sucesos de esta fecha, relacionados con una gran caída de todas las bolsas, después de un periodo de gran crecimiento de las cotizaciones de todos sus valores, analizan cuestiones del entorno de lo ocurrido y exponen sus opiniones.

A efectos de contextualización, debemos recordar aquí que aquel 19 de octubre de 1987 todos los mercados de valores del mundo se desplomaron en muy poco tiempo. Como exponen José Ángel Sánchez Asiaín y Luis Ángel Rojo, la caída se inició en la Bolsa de Hong Kong, y fue propagándose a medida que iban abriendo las sesiones las diferentes bolsas mundiales, llegando a Europa y posteriormente a Estados Unidos. El índice bursátil Dow Jones cayó un 22,6%. A finales del mes de octubre, la Bolsa de Hong Kong ya había caído un 45,8%, la de Australia un 41,8%, la de España un 31%, y la del Reino Unido un 26,4%. El “lunes negro” se considera la mayor caída sufrida en un mismo día en la historia de los mercados de valores. Para muchos, el “*black monday*” responde perfectamente a la idea de “*black swan*” descrita por Taleb (2008), en su obra *El cisne negro: el impacto de lo altamente improbable*.

Todos los subrayados de los textos reproducidos de los dos autores son nuestros.



Fuente: CNBC (2012)

Figura 6.39 Gráfico representativo del índice Dow Jones el año del “*black monday*”

Presentación de la disertación de Rafael Termes

En su sesión, Rafael Termes aborda el fraude empresarial, el protagonismo que la persona tiene en tal situación, y la información que emiten las organizaciones. La persona es la auténtica protagonista de la acción, tanto desde la perspectiva de su capacidad intelectual, profesional o técnica, como desde la perspectiva de su calidad ética y de los valores que la fundamentan. La información, que puede ser ocultada o manipulada, es un capital y un derecho de quienes

6. Contraste de las hipótesis

participan en tratos comerciales, y obligada en los mercados financieros, que puede ser ocultada o manipulada.

Describe Termes cómo, a través de tres casos empresariales de falseamiento de la información, se consiguió alterar el valor de cada una de las tres empresas que cita y la percepción de las mismas por la comunidad financiera e inversora. En concreto, Rafael Termes describe y comenta los acontecimientos en que se vieron envueltas las organizaciones Enron, WorldCom y Vivendi.

El texto de Rafael Termes permite conectar su mensaje con la apelación que se ha hecho a lo largo de esta tesis a la necesaria solvencia profesional y ética de quienes toman decisiones y actúan en los mercados financiero e inmobiliario.

En la tesis no se ha tratado explícitamente la manipulación fraudulenta de la información, pero sí se ha abordado la negociación de activos con gran opacidad y la titulización de estructuras financieras de gran riesgo. La asimetría de la información, en los casos que describe Termes, cobra una dimensión extrema, que forma parte de lo que en la tesis hemos denominado como “lo posible”, referido en este caso a la acción humana y sus motivaciones.

Todos los subrayados de los textos reproducidos del autor son nuestros.

6.5.4 El valor de los activos y el riesgo

Luis Ángel Rojo (a partir de ahora Rojo, en algunas citas), refiriéndose en su exposición (1987) a la caída de las bolsas el 19 de octubre de 1987, lo califica de *“espectáculo inquietante de unos mercados bursátiles, obviamente relacionados entre sí, que, a lo largo de las veinticuatro horas del día —desde nuestra perspectiva, por la mañana, en Europa; por la tarde, en Estados Unidos; por la noche, en Tokio, Singapur y Hong-Kong— registran fuertes movimientos de precios en conexión con los observados en los mercados de cambios; movimientos de precios que expresan graves incertidumbres y que responden con nerviosismo a declaraciones de políticos, a informaciones sobre el probable resultado de negociaciones en curso y a la publicación de determinados datos estadísticos que aparecen revestidos de una relevancia inusitada”, y expone que “Para algunos, esta situación es el resultado, previsible e inevitable, del anterior auge especulativo de los mercados de valores, y en general, de una expansión excesiva del ámbito financiero que, prolongada durante varios años, había de terminar en un ajuste brusco, intenso y doloroso; para otros, es el reflejo de los problemas que padece la economía real que subyace a esa estructura financiera. Domina, en todo caso, el temor de que la crisis financiera, aun en su dimensión actual, puede afectar negativamente a una economía real que no se caracterizaba por su dinamismo; y de que la crisis financiera se acentúe y aseste un golpe aún más duro a la economía mundial”.*

José Ángel Sánchez Asiaín (a partir de ahora Sánchez Asiaín, en algunas citas), refiriéndose asimismo al “lunes negro” en su disertación de 1987, comenta: *“Sirva como ejemplo extremo la Bolsa de Hong Kong, que ha tenido que cerrar una semana su mercado por quiebra de la mayor parte de sus agentes intermediarios. Veremos más cosas. Y ello, porque los mercados financieros son implacables, y porque operan con gran rapidez”.*

Como se ha observado en esta tesis, la realidad confirma lo difícil que resulta anticipar acontecimientos como el que se describe referido al “lunes negro”, que suceden súbitamente y

6. Contraste de las hipótesis

con volúmenes extraordinarios. A pesar de lo excepcional de este caso, queremos referirlo, una vez más, al carácter de incierto que tiene el futuro.

Las enseñanzas del pasado

Sin embargo, como expondrán Sánchez Asiaín y Rojo, los incrementos de valores de muchas acciones no se correspondían con la realidad, por lo que era posible esperar un desenlace como éste que, como señalan, ya había ocurrido en ocasiones anteriores.

Como ya se ha comentado, las intervenciones de ambos financieros tuvieron lugar en un ámbito académico a finales de 1987, es decir, veinte años antes del 2007, que marcó el inicio de una gran crisis financiera. Los activos subyacentes son distintos en uno y otro caso. En 1987 se trata de activos bursátiles, en 2007 de activos inmobiliarios, pero ambos casos están directamente vinculados a activos crediticios y a un gran apalancamiento.

Como expone Sánchez Asiaín, se trata de un *“apalancamiento creciente y sin precedentes, que tiende a limitar aún más el margen de maniobra ante una futura recesión, y que eventualmente puede conducir a las autoridades a relajar sus políticas antiinflacionistas. En estas circunstancias, probablemente nos encontraríamos con la desagradable sorpresa de que la supuesta liquidez de los títulos negociables no es más que una ilusión”*.

La liquidez de los títulos negociables (activos negociables, genéricamente) es una de sus principales características, para cuya opción es preciso disponer de un mercado. Cualquier posibilidad de que esa liquidez fuera solamente “una ilusión”, altera totalmente la percepción del futuro y, por tanto, del valor de esos activos (cuyos flujos de fondos futuros incorporan un mayor riesgo).

Se trata de posibilidades que, en ocasiones, solamente son evaluadas una vez se han confirmado súbitamente.

Existen, pues, no solamente los ciclos financieros, sino especialmente la repetición de los mismos sucesos y de las mismas consecuencias.

Independientemente de la memoria que puedan tener los mercados, o sus operadores, la historia es accesible para todos, y así lo reflejan los dos académicos. Es decir, a pesar del gran impacto del “lunes negro”, los mercados disponían de las enseñanzas de casos anteriores.

En este sentido, refiriéndose a los hechos de 1987, Rojo comenta en su texto que *“Es inevitable que los temores actuales sobre la crisis bursátil, sus perspectivas y su posible incidencia sobre la economía mundial aparezcan ligados a la memoria del colapso bursátil de 1929 que puso fin a la expansión económica iniciada hacia 1924 y que inició el rápido proceso conducente a la gran depresión de los años treinta”*.

Interesa remarcar la consternación ante los hechos que se describen de una persona, Luis Ángel Rojo, que pocos meses más tarde, en julio de 1988, será nombrado subgobernador del Banco de España (1988-1992) y cuatro años después gobernador de esa misma institución (1992-2000). Su lectura ponderada de los hechos va unida a su compromiso e implicación con la realidad y con la participación en los organismos que pueden influir en ella.

Y haciendo referencia a las enseñanzas del pasado, que en esta tesis se han puesto de relieve tantas veces como ha sido posible, Sánchez Asiaín indica que *“En todo caso, la cuestión que*

6. Contraste de las hipótesis

hay que plantearse ahora, es si todo esto que está sucediendo a nuestro alrededor, tiene o no tiene precedentes. Si ha ocurrido o no ha ocurrido antes. Si es, o no es, una repetición de anteriores fenómenos. La contestación me parece muy clara: la inadecuación entre lo real y lo financiero ha sido un problema permanente en la historia económica”.

En este sentido, Rojo cita una crisis anterior muy relevante, la del año 1929, que en 1987 es una clara referencia del pasado (igual que 1987 puede serlo para nuestra época o si se prefiere para 2007), y, haciendo referencia a la transmisión de las crisis, comenta que *“al producirse el hundimiento de Wall Street en 1929, la amplitud y la profundidad de la depresión de los años treinta tienen como causa principal la crisis financiera de los Estados Unidos y su transmisión al resto del mundo hasta hacer saltar en pedazos el sistema monetario y financiero internacional”*.

Rojo, en su búsqueda de conocimiento, entre otros casos más que menciona referidos a la época concreta que está viviendo, propone *“apuntar, en unos casos, puntos de coincidencia y, en otros, diferencias básicas entre la situación inicial de 1929 y la situación actual. Algunos puntos de coincidencia son claros: las exageraciones del auge bursátil anterior y la brusquedad del ajuste subsiguiente”*.

También Sánchez Asiaín hace mención a la dimensión mundial que puede tener una crisis a través de los mecanismos de transmisión, preguntándose por lo que considera diferencias entre situaciones pasadas y la que vive en presente. Transcribiendo sus palabras, *“a diferencia del pasado, y como consecuencia de la creciente integración y globalización de los mercados financieros, el ámbito de éstos comienza a tener una dimensión mundial, coincidente a la vez con la simultaneidad temporal [...] por el proceso globalizador, así como la potencia de las nuevas tecnologías para difundir la información, ha creado las condiciones idóneas para que el ahorro se movilice, instantáneamente, hacia aquel lugar del mundo donde espera obtener mayores rendimientos, cosa que no había sido posible hasta ahora. Como decía en mi Discurso de ingreso, la desaparición de todas las fronteras geográficas o sectoriales ha configurado ya un solo mercado. Y esta mundialización de la actividad financiera sí es un factor totalmente nuevo, que puede producir distintos resultados de un mismo fenómeno”*.

En la tesis hemos hecho mención a la necesaria concertación internacional de la regulación, dado que la movilidad de los recursos financieros no siempre está supervisada por la legislación y fiscalidad de cada país. Esta cuestión es especialmente relevante en lo que a la denominada “banca en la sombra” se refiere.

La incertidumbre

De las palabras de Rojo se reproduce aquí una frase que resume una de las ideas que aparecen en esta tesis, respecto a la conversión de riesgo en incertidumbre: **“En estas condiciones, los mercados financieros seguirán dominados por la incertidumbre”**. Esta frase es aplicable a situaciones vividas en fechas cercanas a las de la redacción de esta tesis y que suponen un contrasentido respecto de lo que debe ser cualquier actividad económica y, muy especialmente, la financiera. Transformar incertidumbre en riesgo es el mecanismo que permite abordar inversiones a futuro, y por tanto su financiación, en tanto que incorpora información disponible al estudio de los riesgos posibles. Trasladar esta actitud a su contraria, derivando el proceso hacia la incertidumbre y, además, operando en esas condiciones, puede considerarse resultado de malas prácticas y, probablemente, antesala de malas decisiones.

6. Contraste de las hipótesis

¿Qué condiciones son las que pueden obligar a que los mercados financieros se sientan dominados por la incertidumbre, siendo además el sistema financiero el que más invierte en información?

No es un escenario deseable el de unos mercados “dominados por la incertidumbre”. Tal vez deba interpretarse como la imposibilidad de consensuar probabilidades de sucesos futuros, es decir, una dependencia total del azar.

Como explica Rojo, *“Entre 1921 y 1928 habían quebrado ya unos 5.000 bancos en Estados Unidos; pero el proceso se aceleró en 1929. Entre 1929 y 1930 quebraron 2.000 bancos y, en diciembre de 1930, quebró el Banco de los Estados Unidos, de Nueva York, un banco grande que representaba la quiebra bancaria de mayor dimensión conocida hasta entonces”*.

Lo “casi imposible”, como demuestra la frase de Rojo, por improbable que pueda parecer, sigue formando parte de “lo posible”. El riesgo nunca es cero, especialmente en todo lo que a futuro se refiere.

El valor por el valor

Sánchez Asiaín, a raíz de *“la crisis financiera que ha supuesto la caída de las bolsas mundiales”*, manifiesta su temor a que *“entre todos, podríamos estar creando, casi sin quererlo, una superestructura financiera distorsionada y no fundamentada en bases reales”*.

En este sentido, refiriéndose al muy alto grado de transacciones estrictamente financieras que se realizan en los mercados, describe que *“alrededor del 90% de las transacciones que se realizan diariamente en los mercados de cambios nada tiene que ver, ni con el comercio mundial, ni con inversiones directas. Son pues transacciones fundamentalmente financieras, que ejercen una importante presión sobre los tipos de interés y de cambio a escala mundial”*, manifestando que *“esta dinámica, y el excesivo protagonismo de lo financiero que de ella se deriva, podría estar llevando a los distintos intermediarios financieros a olvidar su verdadero papel en el sistema, que no es otro, que el de simples asignadores eficientes de unos recursos escasos. Con ello, la orientación de los flujos de capital estaría dependiendo, al final, no tanto de las necesidades reales de inversión existentes, sino de las oportunidades ofrecidas a corto plazo para obtener mayores rendimientos en la colocación del ahorro. Si esto fuera así, decía entonces, estaríamos corriendo el riesgo de utilizar el formidable potencial de crecimiento y adaptación del mercado global, para soportar financieramente situaciones artificiales, cuando no indeseables, de la economía real, retrasando los necesarios ajustes”*.

Son palabras que, aunque muy alejadas en el tiempo, pueden verse reflejadas en el volumen que determinados mercados han alcanzado hace pocos años, y de forma muy especial el mercado de los CDS que, como se ha expuesto repetidas veces en esa tesis, llegó a significar en el año 2007 un volumen de 62,17 billones de dólares. Se refiere Sánchez Asiaín al verdadero papel de la función financiera, y al riesgo de que asuma otro. Si, como expone, un 95% de transacciones son estrictamente financieras, debemos entender que solamente el 5% restante se corresponde con verdaderos movimientos de la economía real.

Sánchez Asiaín, tratando sobre la especulación financiera, su funcionamiento *“a través de operaciones en las que los recursos financieros sólo sirven para soportar una adquisición temporal que, a veces, ni siquiera implica transmisión de propiedad”*. Se trata de una idea que nos puede trasladar a la transmisión del riesgo de los activos, a través de los CDS, sin ceder la

6. Contraste de las hipótesis

propiedad de los mismos. En 1987 no existía ningún producto financiero similar a los CDS, pero en este texto ya se comenta la posibilidad de especular financieramente con activos de los que ni siquiera se ostenta la propiedad.

Insiste Sánchez Asiaín, manifestando que *“se captan recursos para ser destinados a procesos en principio improductivos y, por tanto, incapaces por sí mismos para atraer dichos recursos. Se aduce como justificación el hecho de que se encuentran suficientemente garantizados por activos ajenos, o desgajables del mismo proceso”*.

Como se observa, Sánchez Asiaín ya advertía de la posibilidad de captar recursos (inversores) a través de la seguridad de los mismos. Aquí hemos expuesto cómo las entidades aseguradoras denominadas *“monolines”*, eran las que aportaban el rating a las emisiones de titulización a las que ofrecían cobertura.

Las innovaciones y la vulnerabilidad de los mercados

Se ha descrito en la tesis, cómo algoritmos matemáticos efectúan miles de órdenes a través de grandes equipos informáticos, sustituyendo el criterio humano por la rapidez de un arbitraje basado en la alta velocidad con la que pueden efectuarse las operaciones. Sánchez Asiaín, en 1987, describe *“el grave problema de la incapacidad humana para dar el tratamiento adecuado a las transacciones realizadas en situaciones punta por los equipos informáticos. Basta recordar, a este respecto, la agudización de tensiones originadas en las Bolsas internacionales durante la reciente crisis, por la utilización de programas automatizados para la negociación conjunta de valores y futuros sobre índices bursátiles”*.

La titulización, que ha sido permanentemente citada en la tesis como un muy potente eslabón que se incorpora a la cadena entre la financiación y la inversión, inicialmente constituida por activos financieros e inmobiliarios, es abordada por Sánchez Asiaín, que comenta la *“acelerada sustitución de créditos por títulos que se está registrando en la instrumentación de los flujos de ahorro e inversión. ‘La titularización’ de que hablaba en mi Discurso. Sustitución que se ha visto reforzada a su vez por el desmantelamiento que han provocado las innovaciones financieras en la intermediación bancaria convencional, al desgajarse en una serie de componentes básicos que pueden ser negociados ya de forma independiente”*.

Todos estos sucesos son, en opinión de Sánchez Asiaín y también de Rojo, causa de vulnerabilidad o fragilidad de los sistemas financieros.

Según comenta Rojo, *“las transformaciones e innovaciones financieras de los últimos años han llevado a sistemas más competitivos, complejos e integrados, pero también a sistemas con importantes elementos de vulnerabilidad a pesar de los cambios registrados en normas y actitudes desde los años treinta [...] un gran desarrollo financiero —favorecido, en los últimos años, por el descenso de los tipos de interés— que se ha expresado en mercados más competitivos y eficientes, pero también en sistemas financieros más vulnerables [...] El contraste entre el fuerte desarrollo de un sistema financiero global, más eficiente pero más vulnerable, y el avance lento, desequilibrado e incierto de la economía real encierra un fuerte potencial de conflicto y graves riesgos para el normal desarrollo de la economía mundial. Por ello, un sistema financiero global necesita de una estrategia también global de política económica que coordine las políticas nacionales para evitar graves desequilibrios entre los países industriales y para corregirlos con prudencia, si existen”*.

6. Contraste de las hipótesis

La transmisión de activos que posibilita la globalización, y la vulnerabilidad o fragilidad del sistema financiero, son tratadas también por Sánchez Asiaín en su intervención, al plantearse “*la cuestión de si la disociación entre lo real y lo financiero supone que los mercados financieros son hoy más o menos eficientes, y, en todo caso, si como consecuencia de ello existe una mayor o menor fragilización en el sistema. [...] La conclusión que hay que sacar al observar este panorama, no puede ser otra que aceptar que los mercados financieros son ahora bastante más frágiles que en el pasado. Con la particularidad, además, de que al estar más integrados, la transmisión de eventuales shocks es más rápida, y afecta a un mayor número de instituciones*”.

Queremos insistir en el hecho de que estos comentarios los hacen personas con gran influencia en el sector financiero, es decir, personas con mucha información y con un criterio muy fundamentado.

En sus comentarios, además de alertar acerca de la vulnerabilidad y fragilidad del sistema financiero, Rojo reclama una “*estrategia también global de política económica*”.

Y desde ese criterio, ilustrado y experimentado, Sánchez Asiaín advierte que en “*la tentación de caer en una especie de ejercicio del arte por el arte, reside a mi entender uno de los peligros del proceso innovador, del nivel de eficacia, y del grado de fragilidad. Porque, a veces, al observar determinadas operaciones de esa sofisticada ingeniería financiera que hoy se lleva, uno no puede dejar de preguntarse sobre cuál es su relación final con las necesidades de la economía*”.

Como puede leerse, Sánchez Asiaín relaciona directamente la función financiera con las necesidades de la economía, es decir, considera que la función financiera está al servicio de esas necesidades.

Sánchez Asiaín, en el párrafo que se reproduce a continuación, aborda la titulización y la toma de decisiones, tema que hemos tratado repetidamente en esta tesis, advirtiendo de su posible efecto en la fragilización del sistema. La frase entronca con áreas tratadas en esta investigación, por lo que entendemos que debe ser reproducida en su totalidad: “*Esa explosión de títulos negociables está debilitando, a la vez, el proceso de toma de decisiones que subyace en la concesión de recursos prestables y esto es una causa de una mayor fragilización. Porque mientras éstos se instrumentaban preferentemente a través del crédito, la banca era la encargada de mantener el seguimiento de su calidad, y de resolver los problemas que fueran surgiendo a lo largo de su período de maduración. Estas funciones se veían facilitadas por la existencia de unas relaciones banca-empresa estables y continuas. Sin embargo, este delicado mecanismo, cuya utilidad para la economía queda fuera de toda duda, está siendo hoy cuestionado por la ‘titularización’, como apuntaba en mi Discurso de ingreso, lo que no sólo ha provocado un notable relajamiento en esas relaciones, sino que, además, ha desplazado hacia un desperdigado número de prestamistas labores de control y resolución de problemas anteriormente ejercidas por los bancos. El hecho de que esos nuevos prestamistas carezcan normalmente de los medios necesarios para realizar tales labores, plantea hoy la inquietante cuestión de quién es el que en estos momentos asume la responsabilidad de actuar de guardián del proceso de intermediación. Cuestión que, por el momento, no tiene respuesta*”.

No tener respuesta a la duda acerca de quién es el que vela por los intereses de accionistas y depositantes, en palabras de alguien con la posición de Sánchez Asiaín, es algo que debemos entender como una constatación del funcionamiento de mecanismos sin suficiente regulación o sin autorregulación.

6. Contraste de las hipótesis

Conocer quién es “el guardián del proceso de intermediación”, es conocer la persona o institución que debe regular, supervisar, controlar y penalizar las operaciones que se efectúan en el sistema financiero.

La regulación la aborda Rojo en su disertación, reclamando *“la aplicación de normas y criterios de supervisión a los intermediarios financieros —especialmente, a las entidades de depósito— mucho más estrictas que en el pasado, como consecuencia lógica de la asunción por el sector público y, en definitiva, por los contribuyentes de una parte de los riesgos de insolvencia bancaria, a través de los sistemas de seguro de depósito”*. Rojo propone, asimismo, medidas, entre las que menciona las fiscales y las monetarias, para regular una economía *“ante crisis profundas y generalizadas, cuando el aumento de los grados de incertidumbre impiden un adecuado funcionamiento de los mecanismos del mercado”*.

No solamente a la regulación aluden los dos académicos, sino que también reclaman la necesaria actitud ética, a la que Asiaín nombra en la siguiente frase: *“excesivo énfasis en los resultados a corto, inevitable en negocios especulativos, y el surgimiento de conflictos internos de tipo ético en el seno de algunas organizaciones financieras. De ahí se sigue con facilidad un cierto menosprecio a la ética profesional tal y como se han encargado de reflejar los últimos escándalos de la City y de Wall Street [...] y ello es peligroso, porque esta cualidad no deja de ser la depositaria última de la confianza del público, sin la cual no es posible el correcto desarrollo de ninguna actividad financiera”*.

El auge del valor de los activos

Abordan ambos académicos, Sánchez Asiaín y Rojo, el auge de las valoraciones, especialmente refiriéndose a los títulos bursátiles, aunque se citan también las que corresponden al mercado inmobiliario. Así, refiriéndose al incremento generalizado de cotizaciones de los valores, comentarios que podemos extender al experimentado por los activos inmobiliarios, Sánchez Asiaín alude al *“boom bursátil generalizado [...] Incrementos casi ininterrumpidos de las cotizaciones a lo largo de un ciclo que ha durado más de cinco años, con una intensa aceleración en los dos últimos”*, y a cómo los *“mercados de valores han magnificado en sus cotizaciones, y hasta extremos realmente notables, la mejoría en la situación económica”*.

Por su parte, Rojo comenta que *“El colapso bursátil de Nueva York, en 1929, fue sólo el punto de partida de la crisis financiera americana. El auge económico de los años anteriores había ido acompañado de una expansión del mercado de valores y de una subida de las cotizaciones que hoy, después de las experiencias recientes, no nos parece desbocada”*. Incluso, buscando la causa de este auge de los valores, propone que *“El peligro estaba en el precario mecanismo de crédito que sustentaba el auge bursátil y en la presión que ese auge ejercía sobre el crédito en Estados Unidos y en el resto del mundo. La especulación se basaba en créditos concedidos por los brokers, quienes, por su parte, se financiaban en el mercado monetario y en los bancos”*.

Se trata de una relación ambivalente entre financiación y auge del valor de los activos, comentada en la tesis, en la que la disponibilidad de crédito (especialmente si éste es de bajo coste) incrementa los precios de los activos que se negocian y, asimismo, el aumento de valor de éstos avala nuevo crédito. Como expone Soros (2008), que también ha compaginado su participación activa en los mercados financieros, como inversor con su vocación académica, *“para que se desarrollen procesos de auge y crisis, debe haber alguna forma de crédito o de apalancamiento, y algún tipo de error de concepción o malinterpretación subyacente”*.

6. Contraste de las hipótesis

Y estos dos conceptos, apalancamiento y error de concepción, aparecen, de una u otra forma, en las disertaciones de Sánchez Asiaín y Rojo.

Sánchez Asiaín se refiere también al mercado inmobiliario, aunque de forma tangencial, opinando acerca de *“la especulación inmobiliaria. Es difícil poder llegar a establecer cuál es el precio frontera entre el mundo real y la especulación en materia de bienes inmuebles, ya que, aunque uno de sus componentes, el coste de construcción, puede ser determinado a priori, queda el coste de repercusión del suelo, respecto al cual cualquier hipótesis sobre su valor real es puro subjetivismo”*.

Lo que subraya afirmando: *“Hechos, todos estos, que han tenido lugar, o han utilizado como instrumento, los mercados de valores. Todos ellos, han llevado a crecimientos de precios de bienes, valores, o derechos, que no tienen nada que ver con la realidad”*.

Es decir, el crecimiento del valor de los activos no parece corresponderse con la realidad. Resulta imposible aquí discernir si esto es debido a *“error de concepción o malinterpretación subyacente”* (Soros, 2008).

El riesgo

En lo que se refiere explícitamente al riesgo o, en sentido contrario, a la seguridad, Sánchez Asiaín hace referencia a la disposición de recursos para objetivos basados en una seguridad garantizada por activos ajenos, cuando afirma *“La teoría, o el modelo, podría ser el siguiente: la dicotomía entre el mundo real, y lo que debiera ser su reflejo financiero, aparece cuando se captan recursos para ser destinados a procesos en principio improductivos y, por tanto, incapaces por sí mismos para atraer dichos recursos. Se aduce como justificación el hecho de que se encuentran suficientemente garantizados por activos ajenos, o desgajables del mismo proceso”*.

El riesgo ha sido objeto de estudio en esta investigación acerca de la relación entre los mercados financiero e inmobiliario, y puede extenderse aquí a la relación de los activos financieros con otro tipo de activos negociables como los que comentan los dos académicos, por lo que consideramos aplicables sus opiniones al respecto. En este sentido, Sánchez Asiaín comenta que *“Se escamotea así ante el intermediario financiero el destino de los fondos, para poner el énfasis en lo asumible del riesgo, en la medida que éste descansa en activos que han experimentado un proceso de revalorización singular y no extrapolable a lo que constituye la actividad económica primordial. Pero cuando dicha actividad improductiva lo es en su esencia, es decir, lo es debido a vicios estructurales, y no a razones de coyuntura del sector, o a ausencia de financiación, la situación queda sólo temporalmente enmascarada, ya que más tarde o más temprano el ajuste traumático termina por imponerse, y con un coste muy superior, ya que incluso el desajuste originado con enajenaciones parciales pudiera no permitir soluciones que podrían haber sido de aplicación al inicio del proceso”*.

Como expone Sánchez Asiaín, **el riesgo se ha convertido en algo asumible**, idea que, como se ha desarrollado en esta tesis, ha llegado a alcanzar un grado de sofisticación, financiera y matemática, muy elevado.

La racionalidad de los participantes en los mercados

En la tesis nos hemos referido continuamente a la necesaria solvencia profesional y ética de los agentes que participan en los mercados financiero e inmobiliario. Damos, en muchas

6. Contraste de las hipótesis

ocasiones, por suficientemente probada la capacidad técnica o profesional de quienes gestionan nuestros intereses, y les atribuimos la racionalidad necesaria para adoptar las mejores decisiones. Sin embargo, no transmite optimismo la visión que Sánchez Asiaín comparte en uno de los pasajes de su disertación, cuando afirma: *“Porque como sistema, yo creo que en nuestra actuación financiera diaria no está existiendo en todos los casos ni coherencia, ni lógica, ni racionalidad”*.

Al hilo de este comentario, interesa recordar las inversiones que se han efectuado en productos de una gran opacidad, con cálculos de su valor de una complejidad extrema, a los que se han dedicado grandes sumas de inversión (o de recapitalización posterior).

A modo de conclusión de los dos textos

Nos parece oportuno, para finalizar este repertorio de fragmentos de las disertaciones de los dos académicos citados aquí, reproducir dos frases que advierten de la disfunción que, en ocasiones, sufre la verdadera naturaleza de la inversión y financiación.

Rojo quiere indicar que el sistema financiero no es un casino, señalando que *“Los mercados financieros son escenario, sin duda, de excesos frecuentes y de desviaciones poco justificadas, a veces, del excedente económico; pero, en un sentido básico, no son casinos sino centros de absorción y procesamiento razonable de la información disponible”*.

Sánchez Asiaín coincide con él y señala que *“En todo caso, lo verdaderamente grave sería que, esa disociación entre lo real y lo financiero, fuera la expresión de que los mercados financieros no son eficientes, o que cada día lo son menos. [...] Porque, si esto fuera cierto, si los mercados financieros estuvieran perdiendo eficiencia, podría darse el caso de que los fondos de los agentes con superávit se utilizaran básicamente en juegos financieros, en lugar de dedicarse a inversiones reales. Pocas dudas caben de que si esta hipótesis fuera algo más que una posibilidad, el resultado a medio y largo plazo sería simplemente catastrófico”*.

La simple mención de que un mercado financiero pueda parecerse a “un casino” o que sus operaciones puedan ser “juegos financieros” obliga a observar las máximas precauciones en toda inversión, incluso si éstas pueden cubrirse con otros instrumentos financieros.

Lamentablemente, y visto ahora con perspectiva, podemos afirmar que no acertó Sánchez Asiaín, al manifestar que *“caminamos hacia un sistema financiero en el que trasladar cargas a la sociedad va a resultar cada día más excepcional”*. Las consecuencias de la caída de entidades sistémicas cuyos depósitos deben ser salvaguardados, o de forma más genérica todo lo que supone el “riesgo moral”, han dejado patente que solamente la sociedad puede ejercer el papel de última red de seguridad de un sistema, cuando éste se quiebra.

Sánchez Asiaín finalizó su intervención con *“Un resumen de todo lo dicho hasta ahora hoy, podría ser pues: Superestructura en los mercados bursátiles, y superestructura en el manejo de las grandes corrientes de recursos. Superestructuras financieras, ambas, que están distorsionando el funcionamiento del mundo financiero, y que por mucho que se hayan desarrollado desconectadas del mundo real, pueden tener indudables efectos sobre éste, por lo que introducen un riesgo permanente sobre la evolución futura de las economías”*.

Esta frase podría representar una gran parte de lo que se ha expuesto en esta tesis, si sustituimos la expresión “Superestructura en los mercados bursátiles” por “Superestructura en los mercados inmobiliarios”.

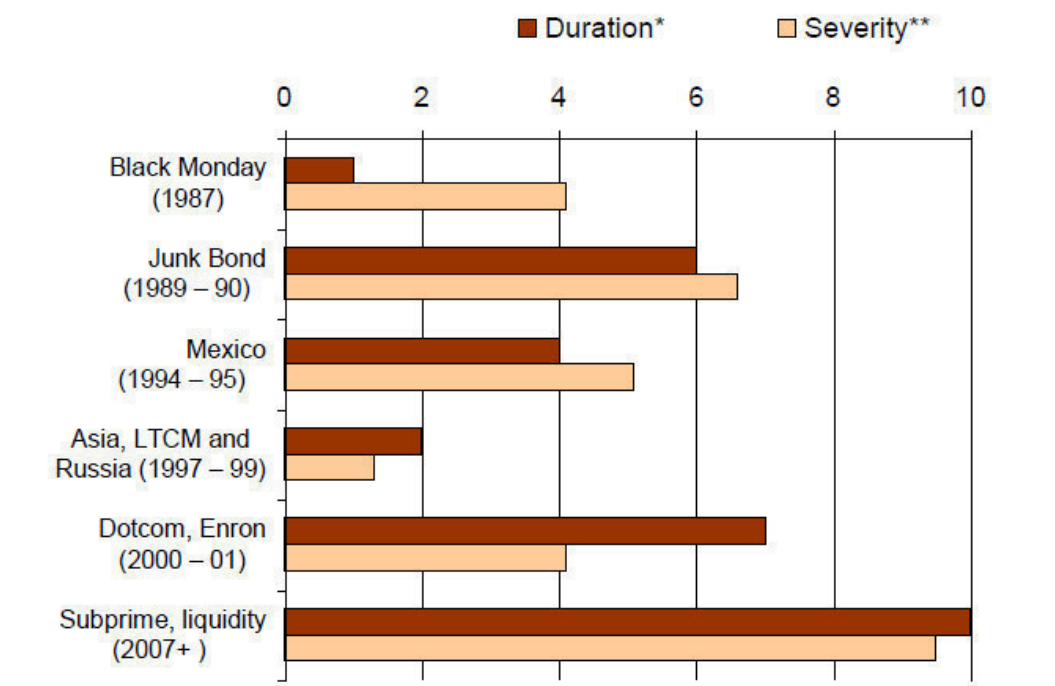
6. Contraste de las hipótesis

Finalmente, Sánchez Asiaín hace bueno este ejercicio académico que nos hemos permitido con esta frase, con la que cerró su intervención, y que **compartimos en su totalidad**: “*Porque la reflexión y la discusión académica de temas como éste, puede servir para arrojar luces, y para plantear nuevos puntos de vista. Lo que, normalmente, los que estamos inmersos en el fragor de las tormentas diarias, no somos capaces de hacer, porque realmente es muy difícil alejarse de los problemas que acucian de manera inmediata*”.

Casi tres décadas más tarde, buena parte de los análisis y pronósticos de Sánchez Asiaín y de Rojo se han confirmado con una contundencia y crudeza que, probablemente, era difícil pronosticar para quienes, entonces, basaban sus ponencias en el colapso de las bolsas mundiales acaecido en octubre de ese mismo año.

El lunes negro, 19 de octubre de 1987, pudo ser una advertencia de lo que estaba por venir, de igual manera que el 9 de agosto de 2007 (jueves en este caso), simbólicamente pudo serlo también de futuras nuevas quiebras.

Como puede observarse en la figura siguiente, los efectos el “*black monday*” fueron superados por nuevos acontecimientos posteriores, lo que puede ser interpretado de diferentes maneras.



Fuente: Teply, Cernohorsky y Roshwalb (2010)

Figura 6.40 Impacto de recientes crisis de mercados en las inversiones financieras

Desde esta tesis compartimos la idea antes citada de que “*la reflexión y la discusión académica de temas como éste, puede servir para arrojar luces, y para plantear nuevos puntos de vista*” (Sánchez Asiaín, 1988).

6.5.5 Las personas y el valor de la información

Rafael Termes (a partir de ahora Termes, en algunas citas) inició su disertación, titulada “Las irregularidades financieras y la economía de mercado”, aludiendo al discurso de presentación del informe anual (año 2002) efectuado por el entonces gobernador del Banco de España,

6. Contraste de las hipótesis

citando expresamente las palabras pronunciadas por éste, que se reproducen también aquí por su indudable interés y valor (el subrayado es nuestro), en las que se refería “*al conjunto de deficiencias puestas de manifiesto en el denominado caso ENRON, que trasciende del caso singular de dicha empresa y revela debilidades de carácter más institucional y sistémico. La trascendencia de estos hechos radica en haber puesto de manifiesto que, incluso en las economías con un desarrollo institucional más perfeccionado, son posibles comportamientos de gran potencial desestabilizador, no sólo por su importancia cuantitativa sino, sobre todo, por su vertiente cualitativa, en la que han confluído una serie de prácticas de legalidad dudosa y que sobrepasan ampliamente el campo financiero en sentido estricto: conflictos de intereses, serias deficiencias del gobierno corporativo, prácticas contables excesivamente casuísticas que se alejaban de los principios de prudencia y representación apropiada de la realidad económica, manipulación informativa, etc., todo ello sin que funcionasen los necesarios mecanismos de control internos y externos a la entidad*”. Son palabras del entonces gobernador del Banco de España, Jaime Caruana (que ejerció ese cargo desde julio del 2000 hasta julio del 2006, y a quien, por cierto, se aludía en la carta que los inspectores del Banco de España enviaron, en mayo del 2006, al ministro de Economía), que sucedió en el puesto a Luis Ángel Rojo, cuyos textos han sido citados antes.

Aparecen en esta cita del gobernador del Banco de España del 2002, cuestiones que esta tesis ha tratado en diferentes apartados, como la importancia cuantitativa y cualitativa de comportamientos desestabilizadores, los conflictos de interés, la manipulación informativa (que nosotros hemos subsumido dentro de la asimetría de la información), y los fallos de control internos y externos de las entidades. Se trata de un resumen de situaciones que podemos entender como no deseables en un mercado transparente y rentable a la vez.

De “*entre los muchos casos escandalosos*” que se incluyen en el título de su sesión, Termes comenta los de Enron, WorldCom y Vivendi, en los que identifica con nombre y apellido a sus gestores. Todos los textos entrecomillados con letra cursiva que siguen a continuación corresponden a citas de la disertación de Rafael Termes, a quien no se aludirá repetidamente en aras de facilitar una lectura más fluida.

De alguna manera, el interés de Termes al tratar los casos citados está en ensalzar el valor de la información y, por tanto, denigrar la manipulación de la misma con la intención de engañar.

Refiriéndose a **Enron**, que inició su negocio a partir de la liberalización del mercado de la energía, Termes explica cómo llegó a falsear su realidad, al objeto de poder obtener mayor financiación con la que crecer.

Así, explica que “*Enron se vio obligada a recurrir al crédito bancario. Como sea que, en aquel momento, tenía ya un elevado nivel de endeudamiento en su balance, Enron necesitaba disponer de una buena calificación por parte de las empresas de rating para poder obtener nuevas líneas de crédito bancario*”. Aparece, pues, la necesidad de que una agencia de calificación emita informes positivos de una entidad, para que ésta pueda acceder a mejores condiciones crediticias. “*Este favorable rating Enron sólo podía conseguirlo con una buena imagen empresarial*”.

Dado que no es tan fácil generar los beneficios necesarios para impulsar un crecimiento tan grande como el que se habían propuesto, “*Enron empezó a manipular sus cuentas para presentar cuantiosos falsos beneficios*”. El artífice del fraude contable fue Andrew Fastow, que

6. Contraste de las hipótesis

fue arrestado en Houston un mes antes de que Termes pronunciara su discurso en la Real Academia.

El procedimiento que siguió Fastow fue combinar tres sistemas: *“Uno era la creación de falsos beneficios. El otro, mantener en balance, como activos seguros, partidas fallidas. Y el tercero, hacer desaparecer del balance determinados activos y pasivos. A tales fines, Fastow recurrió al uso de las llamadas ‘special purpose entities’ (SPE)”*. En total, Enron constituyó y utilizó más de 3.000 SPE. Entre ellas las más famosas, denominadas Raptor.

Obsérvese que este último procedimiento seguido por Fastow, sin tener ahora en cuenta sus inadecuadas intenciones, guarda gran similitud con algunas estructuras de titulización descritas en la tesis. Una vez más, se comprueba que los mecanismos de titulización en sí no encierran peligro o perjuicio, sino el uso que se hace de ellos. El sistema que se siguió consistía en *“pasar a estas SPE todo aquello que no interesaba que figurara como propiedad de Enron o hacerle realizar aquello que no convenía que apareciera como realizado por Enron, al tiempo que Enron controlaba indirectamente las SPE”*. Esta situación, a pesar de que la legislación norteamericana obligaba a consolidar estas SPE, consiguieron ocultarla a través de *“un resquicio de la regulación americana”*, lo que convirtió en legal aquello que en realidad era un inmenso engaño.

Para ello es preciso que se certifique que todo es correcto, labor que, a cambio de importantes honorarios, asumió la auditora-consultora Andersen Consulting. Debe decirse que tras este escándalo, esta empresa desapareció, lo que debe entenderse como un altísimo precio pagado por una organización cuyo principal activo era la confianza y la reputación.

Como comenta Termes, los accionistas en este caso no eran instituciones con poca experiencia o con pocos medios para leer a través de los balances de una empresa, lo que expone con las siguientes palabras: *“Es interesante, a mi juicio, señalar que los inversores y prestamistas de las SPE, además de otras SPE y de los empleados de Enron, eran instituciones tales como Merrill Lynch, J. P. Morgan Chase, Credit Suisse First Boston, Citigroup, Bank of America, Barclays Bank, Deutsche Bank, Lehman Brothers, etc. Para lograr el apoyo de estos bancos de inversión, Fastow recurría a menudo a argumentos tan fuertes como advertirles que dejaría de proporcionarles negocio si se negaban a cooperar en las Raptors”*.

Se trata de una frase que, sin necesidad de ser comentada, delata la existencia de conflictos de interés, y de intereses no alineados con lo que esta tesis entiende como “lo correcto”.

Refiriéndose a **WorldCom**, gran empresa operadora de comunicaciones larga distancia de EEUU, Termes relata *“el mayor fraude empresarial de la historia”*.

En este caso, y tal como describe el ponente, se manipularon los resultados contables. Esta empresa también tenía a Andersen como auditora, lo que no debería sorprender, tras haber leído lo relativo a Enron.

Termes resume el caso diciendo que en WorldCom *“fallaron los órganos de control; en primer lugar la auditora Andersen, sea por torpeza, sea por connivencia con los directivos de WorldCom, sea por la habilidad de éstos para enmascarar la contabilidad. Falló también la SEC, equivalente a nuestra Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), que tenía sin duda motivos para sospechar, y cuyo Presidente, Harvey Pitt, se halla en trance de tener que dimitir, después de las elecciones de hoy. Lo que no ha fallado ha sido la sanción del mercado*

6. Contraste de las hipótesis

que expulsa a los que infringen las reglas de la veracidad y la transparencia, en las que se basa la confianza. Lo malo es que estos gestores inmorales arrastran en su caída a los innumerables inversores que fueron seducidos por la que parecía una brillante trayectoria”.

Solamente extraemos esta frase de la atención que Termes presta al caso WorldCom, pero nos parece suficientemente clara e ilustrativa de temas que, de una u otra forma, han sido atendidos por la tesis. Especialmente, interesa remarcar el perjuicio que puede ocasionarse a la comunidad inversora, y por tanto a la función financiera, manipulando la información en beneficio de una de las partes.

Como se lee, *“sea por torpeza, sea por connivencia con los directivos de WorldCom, sea por la habilidad de estos para enmascarar la contabilidad”*, la información disponible de la empresa no era la correcta. La información es fundamental para opinar, para tomar decisiones y para supervisar.

Termes apela a la veracidad y la transparencia como verdaderos pilares de la gestión, que en este caso han sido vulnerados. Finalmente, y entendemos que en gran medida relacionado con la solvencia ética que demandamos en la tesis, comenta que *“estos gestores inmorales arrastran en su caída a los innumerables inversores que fueron seducidos por la que parecía una brillante trayectoria”*, es decir, la confianza de quienes, con la información de que disponen, invierten en un determinado proyecto, se ve traicionada por quienes gestionan la organización de forma absolutamente asimétrica y con objetivos alejados de los que todos los partícipes de los resultados de aquélla comparten. Se trata de una situación que, lamentablemente, sigue produciéndose.

Finalmente, en relación con **Vivendi**, empresa de origen francés que empezó prestando el servicio de aguas de Lyon, Termes describe el caso de una gerencia, identificada en Jean-Marie Messier, que emprendió un gran crecimiento tras una primera fase de reorganización de intereses y activos del grupo.

Su crecimiento fue espectacular, hasta que *“El 5 de marzo de 2002, el Consejo de Administración de Vivendi Universal, alarmado por las pérdidas de 13.600 millones de euros, la mayor que haya tenido jamás un grupo empresarial en Francia, pidió cuentas a Messier por primera vez, ya que, además, había descubierto que Messier no había declarado toda la verdad sobre las deudas del grupo: pocos meses antes las había cifrado en menos de 8.000 millones de euros, y ahora resultaba que eran más de 19.000 millones. A partir de entonces, el poder de Messier en Vivendi Universal se discute cada vez más y su estrategia comienza a ser blanco de todas las críticas. La integración vertical, basada en la supuesta concurrencia entre contenidos y medios técnicos de distribución, no da los frutos prometidos. Vizzavi, el portal multi-acceso lanzado en junio de 2000 por Vivendi y Vodafone, para proporcionar contenidos y servicios a los 70 millones de abonados de ambos grupos, y que se había valorado en 20.000 millones de euros, apenas había conseguido 7,5 millones de abonados en ocho países europeos, y registraba pérdidas de 2.000 millones de euros. El 29 de mayo, dos de los consejeros americanos desautorizan públicamente a Messier. Se constituye un comité especial para poner en marcha un programa de desendeudamiento”.*

En su exposición, Termes describe una gestión gigantesca, casi imperial, que solamente recoge malos resultados (2.000 millones de pérdidas con unos activos valorados en 20.000 millones). Las acciones, en dos años, pasaron de 150 a 17,80 euros, como explica en otro pasaje.

6. Contraste de las hipótesis

“Tras un forcejeo con el Consejo de Administración, Messier dimite el 2 de julio de 2002. De inmediato, las acciones de Vivendi Universal que, desde el máximo de 150 euros a principios de 2000, habían bajado a 17,80 euros, subieron, momentáneamente, un 9,46%: los inversores indicaban así que era él el principal obstáculo para arreglar los problemas del grupo”.

No podemos considerar un elogio al prestigio profesional de un directivo empresarial, manifestar que *“era él el principal obstáculo para arreglar los problemas del grupo”*. Y, sin duda, no puede entenderse que quien debe ejercer y ejemplificar el servicio de una organización a sus clientes, a sus inversores, y, en general, a la sociedad, sea realmente un obstáculo.

Como expone Termes, *“la obsesión del crecimiento por el crecimiento [...] no es una buena manera de gobernar empresas, y que, en casos semejantes, el mercado haría bien en reaccionar, antes que lo hizo en el caso de Vivendi, para desplazar del poder a esta clase de malos gestores”*. Nótese que Termes alude en esta frase al “poder” como cualidad que otorga a Messier la gestión (la “mala gestión” según su expresión) de Vivendi.

Una vez descritos los tres casos, Termes busca las causas de este tipo de sucesos, ante lo que manifiesta que *“los actuales escándalos empresariales no son atribuibles al modelo de economía de mercado. No es el mercado el que ha fallado, sino las personas”*.

Desde la tesis hemos reivindicado la necesaria solvencia profesional y ética de quienes deciden y actúan. Los activos, los títulos hipotecarios, los mercados no son los responsables de los excesos y de los riesgos transmitidos, sino las personas que participan en ellos.

La frase en la que Termes afirma que *“No es el mercado el que ha fallado, sino las personas”*, coincide con el criterio que ha impedido confirmar totalmente dos de las tres hipótesis de la tesis.

Es la participación de la persona la que convierte la vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario en una mayor asimetría de la información, y en riesgos excesivos, probablemente con conocimiento de ello en algunos casos.

Alerta también Termes, de que *“a principios de los noventa, cuando se empieza a hacer depender la retribución de los ejecutivos de la cotización de las acciones, se les induce —de forma indeseada pero muy real— a hacer subir este precio recurriendo a la fabricación de la apariencia del éxito, manipulando los resultados”*. Esta frase nos introduce en los incentivos perversos que en muchas ocasiones han guiado la acción humana, desplazándola de su verdadera excelencia profesional.

Fabricar la apariencia del éxito y manipular resultados supone transmitir información falsa a la función inversora y financiera.

Insiste Termes en que el valor por el valor no puede ser un objetivo deseable: *“Para amparar esta actuación, se inventó la teoría según la cual el fin de la empresa era la creación de valor para el accionista, es decir, la maximación de la cotización de la acción. Esta teoría es falsa. El fin de la empresa ha sido siempre, y sigue siendo, la prestación a la sociedad del servicio propio de la actividad a que se dedica la empresa, al tiempo que genera riqueza, en forma de rentas para todos los que participan en la empresa, con actuaciones que en todo momento respeten las normas éticas, ya que si no es así, a la larga la empresa colapsará”*.

6. Contraste de las hipótesis

Hace también referencia al “futuro”, tantas veces citado en esta tesis, como fuente de valor, con la siguiente manifestación, que suscribimos totalmente: *“no es menos cierto que el valor de mercado de una acción, no puede ser otro que el valor actual del flujo de beneficios esperados, a lo largo de un horizonte dilatado, descontado al coste de capital, que viene determinado por la rentabilidad que los accionistas esperan obtener de su inversión que, lógicamente, supone añadir una prima de riesgo a la rentabilidad sin riesgo, tipificada en la propia de los títulos de deuda del Estado”*. Se trata del más genuino concepto de futuro, pues el valor solamente está en el futuro, lo que motiva el esfuerzo que se hace por alcanzarlo.

Antes de las conclusiones, Termes destaca un tema que nos parece interesante relacionar con la necesaria supervisión que hemos reivindicado a lo largo del contraste de las hipótesis, complementaria a la regulación. Termes expone que *“la ética no se vulnera sólo por acción sino también por omisión”*, lo que ilustra con la actitud del Consejo de Administración de Enron.

Transcribiendo a Termes, *“Enron no sucumbió por ser un negocio inviable. No quebró por la incapacidad de producir beneficios. En el fondo, Enron fracasó por sus engaños. Sin duda que algunas de sus decisiones fueron desacertadas, pero muchas empresas cometen errores y, sin embargo, la mayoría de ellas sobreviven. Enron falló porque su Consejo de Administración falló. Una de dos: o conocían lo que estaba sucediendo en las filiales secretas y el amaño de los resultados, en cuyo caso son culpables por un delito de comisión; o eran ignorantes de lo que pasaba o simplemente no se percataron de su papel como miembros del Consejo de Enron, en cuyo caso son culpables de un delito de omisión”*.

A lo que añade que *“El riesgo de graves daños para la nación, la economía y las personas individuales es demasiado grande para mantener en los Consejos a personas que no sean verdaderos líderes, tanto desde el punto de vista profesional, como desde el punto de vista ético”*.

En el apartado de propuesta de soluciones, Termes sugiere asumir la realidad. Así, manifiesta que *“ante la evidencia de que siempre han existido y siempre existirán, en mayor o menor número según las épocas, ejecutivos que no se comportan éticamente, y ante el quebranto que para terceros inocentes supone esperar a la sanción del mercado, parece lógico intentar prevenir estos sucesos tomando medidas que resulten adecuadas. La primera duda es quién debe tomar estas medidas y consiguientemente la naturaleza de las mismas”*.

Tras exponer las relaciones entre lo legal y lo ético, y *“aceptando que a los gobiernos compete el establecimiento de un marco legal, civil, mercantil y penal, para todo lo que se refiere a la verdad de las cuentas, a la transparencia informativa y a la sanción de los que, vulnerando los principios de la sana gestión o utilizando el poder para el enriquecimiento injusto, causen daños a terceros”*, Termes expone, en la frase final de la sesión, lo que a su juicio constituye el fondo de la cuestión, reclamando *“la motivación intrínseca —satisfacción por la obra realizada— y la trascendente —servicio a los demás—”* a las personas en el ejercicio de su su actividad profesional.

Creemos que estos textos, de Rafael Termes son, son totalmente vigentes y aluden al protagonismo de la persona, en todos los ámbitos de su participación, en las actividades económicas.

En la investigación de esta tesis, no se ha enfatizado el ánimo fraudulento, como causa de ineficiencia o de excesos, en la operativa con activos de los sectores financiero e inmobiliario,

6. Contraste de las hipótesis

pero sí ha sido señalada la definitiva influencia en sus procesos de la capacidad profesional y la calidad ética de sus agentes.

Operar con riesgo, como en el caso de los tres ejemplos comentados por Termes, puede implicar hacer partícipes de dicho riesgo a otros agentes que, tal vez, no disponen de la misma información. Esta inducción a tomar decisiones sin la suficiente información se agrava si se basa en ocultamiento o en manipulación de la información. Se entiende, pues, que la regulación y los organismos encargados de su supervisión deben velar por la máxima transparencia y por trasladar a los participantes en un mercado la máxima información acerca de operadores y operaciones.

6.5.6 Biografía de los tres académicos de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas

Seguidamente, se reproduce la biografía de los tres académicos, con la información y formato que aparece en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas

José Ángel Sánchez Asiaín

1929. Baracaldo (Vizcaya).

Doctor en Economía (1958). Catedrático de Hacienda Pública y Derecho Fiscal (1962). Doctor “Honoris Causa” por la Universidad del País Vasco (1996), por la Universidad Miguel Hernández de Elche (1999) y por la Universidad de Valladolid (2001).

En la actualidad Presidente de la Fundación Cotec para la Innovación Tecnológica, y de la Fundación de Ayuda contra la Drogadicción. Presidente de Honor de la Fundación BBVA. Presidente de Honor del Colegio Libre de Eméritos. Anteriormente Secretario General Técnico del Ministerio de Industria (1962-1966), Presidente del Banco de Bilbao (1974-1988) y del Banco Bilbao Vizcaya (1988-1990). Consejero del “Istituto per le Opere di Religione” (IOR) del Vaticano (1989-2006).

Académico de la “Real Academia de Ciencias Morales y Políticas”, de la de la “Historia”, y de la de “Ciencias Económicas y Financieras”. Honorario de la de “Bellas Artes de San Fernando”. Académico y Presidente de la Delegación Española de la “Academia Europea de Ciencias y Artes” (Salzburgo).

Gran Cruz del Mérito Civil, Gran Cruz de la Orden de Alfonso X el Sabio, Gran Oficial de la Orden del Mérito de la República Italiana, Gran Oficial de la Orden de la “Stella della Solidarietà Italiana”, Gran Comendador de la Real Orden de la Estrella Polar de Suecia, Gran Cruz del Infante Don Enrique de Portugal, Comendador de la Orden de San Gregorio Magno del Vaticano, Marqués de Asiaín.

Luis Ángel Rojo Duque

6-V-1934. Madrid. Licenciado en Derecho (1955) y Doctor en Ciencias Económicas por la Universidad de Madrid (1961). Ampliación de estudios en la London School of Economics. Técnico Comercial del Estado desde 1957. Excedente. Catedrático de Teoría Económica de la Facultad de Ciencias Pol. y Económicas de la Universidad Complutense de Madrid (1966). Director General de Estudios en el Banco de España (1971-1988). Miembro, a título personal, del Comité de Planificación del Desarrollo de las Naciones Unidas (1983-87). Primer Premio de Economía “Rey Juan Carlos” (1986). Subgobernador del Banco de España (1988-92). Gobernador del Banco de España (1992-2000). Vicepresidente del E.M.I. (1994-1998).

6. Contraste de las hipótesis

Miembro del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (1998-2000). Doctor “Honoris Causa” en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad de Alcalá (1995), y la Universidad de Alicante (1998). Premio “Tiépolo” de la Cámara de Comercio e Industria Italiana para España (1998). XIV Premio de la Fundación CEOE a las Ciencias (2000). Miembro del Group of Wise Men (2000). Premio Infanta Cristina, de Economía, de la Junta de Castilla y León (2001). Académico de la Real Academia Española (2002). Premio “Rey Jaime I” de Economía 2006, Generalitat Valenciana. Premio de Economía 2006, de la Fundación Gabarrón.

Rafael Termes Carreró

Académico desde el 3 de noviembre de 1992

5-XII-1918. Sitges (Barcelona). Doctor Ingeniero Industrial. Doctor “Honoris Causa” en Ciencias Sociales por la Universidad Francisco Marroquín de Guatemala. Profesor y Director del Campus de Madrid del Instituto de Estudios Superiores de la Empresa (I.E.S.E.) de la Universidad de Navarra. Consejero del Banco Popular (Consejero-Delegado 1966-1977). Presidente de la Asociación Española de Banca Privada (1977-1990). Fundador y Presidente de Honor del Instituto Español de Analistas Financieros. Académico de Número de la Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras.

Capítulo 7

Discusión y conclusiones

7. Discusión y conclusiones

7.1 Introducción

La tesis ha procurado ser fiel desde dos vertientes a su objetivo de servicio a quienes puedan tener interés en su temática. Por un lado reuniendo información y datos, aunque en algunos casos sea solamente indicativamente, primando la mejor comprensión de todos los apartados. Por otro lado y a partir del conocimiento incorporado, reflexionando y extrayendo conclusiones a través del contraste de las hipótesis.

Se han contrastado las tres hipótesis formuladas en la tesis. La primera, referida a la influencia del valor en la vinculación de los activos financieros e inmobiliarios, se ha considerado confirmada. No así las dos restantes, que relacionando dicha vinculación con una mayor asimetría de la información y con un mayor riesgo, se han visto confirmadas parcialmente, atendiendo a la decisiva influencia de las personas que, con sus decisiones y su actuación, afectan a la relación de causa y efecto en lo tratado.

Según el contraste de las hipótesis, el valor de los activos (con sus posibles variaciones no previsibles) y la solvencia profesional y ética de las personas, a través de sus decisiones y sus acciones, configuran la relación entre los sectores financiero e inmobiliario.

Así pues, las conclusiones remiten a las personas que participan en los sectores financiero e inmobiliario, con sus decisiones y su acción posterior, a través de los activos que gestionan.

Se han descrito la regulación y la racionalidad que orientan las operaciones con activos financieros e inmobiliarios. Se ha expuesto la importancia de la correcta valoración de todos los activos, y cómo influye en la eficiencia de los mercados. Se ha analizado la existencia de los fallos de mercado, especialmente la asimetría de la información, contraponiendo transparencia a opacidad, y se han citado las situaciones de riesgo que algunos decisores pueden provocar.

A pesar de las posibilidades de disponer de información sobre hechos pasados, analizada desde diferentes criterios, sobrevienen situaciones de gran volumen económico y relevancia social, que no siempre responden al debido compromiso con el bien común.

En palabras de Pastor (1999), el desarrollo de las crisis “*se debe a la aceptación de riesgos excesivos, no a su desconocimiento*”.

Tal como se ha expuesto en el contraste de las hipótesis, es el comportamiento humano, sus decisiones y sus acciones, lo que otorga calidad intelectual, profesional, técnica y ética, al uso de un recurso, o a los objetivos a los que aquél se destina.

7. Discusión y conclusiones

No solamente nos estamos refiriendo aquí a la acción de las personas que operan en los mercados financiero e inmobiliario, sino también a los medios de supervisión de la misma.

La tesis asume como inevitable la repetición de nuevos incrementos de valor y de acumulación de riesgos excesivos, a través de activos financieros vinculados a bienes inmobiliarios o a otro tipo de activos (como pueden ser los valores bursátiles). Por lo tanto, asumiendo que será preciso destinar fondos para revertir una eventual nueva situación de desequilibrio, que no es posible reconducir a priori, proponemos dotarlos en la fase de auge del ciclo económico, en lugar de detraerlos súbitamente del bien común en la fase de declive. Se trata de un criterio similar al adoptado por el Banco de España al obligar a provisionar activos de las entidades de crédito, pero alineado en este caso con el bien común, tomando en consideración el riesgo moral.

Según la definición que hace Raymond Goldsmith, recogida por Kindleberger (1991, p.21) una crisis financiera es *“Un deterioro agudo, breve y ultracíclico, de todos o de la mayoría de indicadores financieros: tipos de interés a corto plazo, precios de los activos (valores, propiedades inmobiliarias, terrenos), insolvencia comercial y quiebras de las instituciones financieras”*.

Las crisis forman parte de la propia naturaleza de los ciclos económicos. Como se refleja en el texto que agrupa las disertaciones de los académicos Sánchez Asiaín (1988) y Rojo (1988) en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, se caracterizan por surgir en el seno de los sistemas financieros y propagarse en una segunda oleada a la economía real. Por ello, entendemos que deben ser incorporadas al sistema de regulación y control, como algo posible y real, asumiendo que en un gran número de casos no son evitables.

Galbraith (1991) señala en los párrafos finales de su obra citada aquí (el subrayado es nuestro) que *“Nadie que concluya un trabajo como éste puede esperar escapar a estas preguntas: ¿cuándo se producirá el próximo episodio especulador, y a qué valor afectará su recurrencia: propiedad inmobiliaria, títulos bursátiles, arte, automóviles antiguos? Para eso no hay respuestas; nadie lo sabe, y quienquiera que pretenda contestar es que no sabe que no sabe. [Pero una cosa sí es cierta: habrá otro de esos episodios y otros más después. Como ya se ha repetido, tarde o temprano a los incautos se les desposee de su dinero. Y lo mismo les sucede, por desgracia, a quienes, respondiendo a un generalizado talante optimista, son cautivados por la creencia en su propia perspicacia financiera. Así ha sido durante siglos, y así continuará siendo en el futuro lejano”*. Sus palabras, como las de otros ejemplos citados en la tesis, siguen siendo vigentes y se han demostrado ciertas en episodios posteriores a la fecha en que fueron publicadas. En la misma línea se pronuncia Pastor (1999), quien tras calificar como *“referencia insustituible”* la obra de Kindleberger (1991), manifiesta que *“su lectura sugiere que quizá no hayamos aprendido gran cosa sobre las crisis desde que fue escrito”*.

La tesis constata que se registrarán nuevos desequilibrios en los mercados, pues las personas toman decisiones y actúan ante las oportunidades de cada momento, por lo que debe ser posible minorar sus consecuencias. Ello supone asumir el riesgo moral, aunque no sea deseable, financiando a priori una eventual ocurrencia futura. En España se comprobó que las provisiones dotadas previamente fueron insuficientes y, sin duda alguna, no desincentivaron operaciones de riesgos excesivos.

Según Kindleberger (1991), *“si el mercado sabe que recibirá el apoyo de un prestamista de último recurso, se sentirá menos (¿muy poco?, ¿en absoluto?) responsable del funcionamiento*

7. Discusión y conclusiones

eficaz de los mercados monetarios y de capital durante el siguiente auge” (p. 211), opinión que refuerza exponiendo que “*si los mercados saben de antemano que se les dispensará una ayuda generosa se derrumban con mayor frecuencia a la vez que funcionan con menor efectividad*” (p.23), es decir introduce riesgo moral. Por ello considera que debería existir un prestamista de último recurso pero “*se deberían albergar dudas sobre su presencia*” (p.29).

Esta propuesta de dotarse de fondos no debe considerarse en ningún caso como un aval para cometer excesos o errores, que ya han sido valorados y “provisionados” a priori, por lo que la constitución de este fondo debe ir acompañada de una supervisión rigurosa, concertada internacionalmente. El incremento del riesgo precisa del crédito, por lo que la concesión del mismo, y los apalancamientos desproporcionados que impulsan el auge del valor de todo tipo de activos, deben ser objeto de una continuada supervisión por organismos independientes.

Los recursos con los que principalmente puede constituirse el fondo de seguridad, que debe sufragar la “red de seguridad” descrita por Kane (2004), deberán provenir de las propias operaciones que se estime que incrementan el riesgo sistémico o los desequilibrios generales.

Asimismo, la tesis considera imposible cambiar la naturaleza humana, y el modo en que ésta afecta a la solvencia profesional y ética de la persona. Sin embargo, se alinea con la creencia de que es preciso y posible incrementar el compromiso ético de las personas, y fomentar la permanente presencia de principios y valores éticos en sus decisiones. Entendemos que ello debe estar integrado en todos los programas educativos, especialmente los que forman a técnicos y profesionales. Asimismo, consideramos que la calidad ética de la acción humana debe ser promovida por todas las organizaciones de los sectores financiero e inmobiliario.

Desde las conclusiones de esta tesis, entendemos que debe asumirse todo aquello que no puede evitarse con certeza, en tanto forma parte de “lo posible”. Ello supone capitalizar la prevención, incrementar la capacidad reguladora e incentivar la conducta correcta de quienes participan en la actividad de los sectores financiero e inmobiliario. Asimismo, creemos que debe promoverse la capacidad de acción, atendiendo a “lo que se conoce” y a “lo que es correcto”, dentro de “lo que es posible”, con el debido compromiso con el bien común.

En esta tesis se han citado opiniones que, en una primera interpretación, parecen incorporar una gran lógica, pero que no siempre se refleja en la acción.

A título de ejemplo, se reproducen a continuación dos afirmaciones, fácilmente comprensibles ambas, y de muy distinto signo, a las que es difícil dar respuesta. Sintetizan dos maneras de entender una situación dentro de ese equilibrio que se reclama aquí entre “lo que se conoce” y “lo que se hace”.

En primer lugar, la frase “***If a bank is too big to fail, it is too big***” (“*Si un banco es demasiado grande para quebrar, es demasiado grande*”) de Allan H. Meltzer (2009) expone un hecho de una gran lógica, no solamente económica sino también jurídica. Si se alienta el crecimiento de organizaciones cuyo riesgo sistémico puede ser muy alto se está descartando la posibilidad de que quiebren. Y para evitar su quiebra, deberá intervenir la sociedad aportando recursos.

En segundo lugar, como ejemplo de una manera de gestionar una situación, la afirmación de que “***When the music stops, in terms of liquidity, things will be complicated. But as long as the music is playing, you’ve got to get up and dance. We’re still dancing***”, sugiere que “las cosas” van a ser complicadas cuando la música, en términos de liquidez, se detenga, pero que mientras

7. Discusión y conclusiones

aquella suene hay que seguir bailando. La frase fue pronunciada por Chuck Prince, consejero delegado (*chief executive*) de Citigroup en julio de 2007, en una entrevista en el periódico *Financial Times* (2007) en Japón. Estas declaraciones han dado lugar a numerosas interpretaciones, entre ellas la que complementa las palabras de Chuck Prince con el juego de las sillas musicales, en el que nadie puede retirarse (Brunnermeier, 2008).

En definitiva, se trata de una decisión parecida a la que puede suponer seguir circulando a través de un puente colgante mientras se observa como los cables que lo sustentan van cediendo, confiando en que el último cable aguantará mientras uno lo acaba de atravesar. Es decir, hay que seguir recaudando beneficios mientras suene la música, y ser capaz de cerrar la caja registradora a tiempo, minutos antes de que aquella se acabe.

La primera frase advierte de las consecuencias que pueden derivarse de algunas decisiones. La segunda recomienda aprovechar las “ventajas” de una situación hasta el último momento, sean cuales sean sus consecuencias.

7.2 Decisiones rigurosas, viables y éticas

Las acciones responden a decisiones tomadas por personas, en nombre propio o en representación de organizaciones.

Las decisiones tomadas por personas o sus representantes en tiempo presente, pueden condicionar el futuro de determinados acontecimientos, que a su vez pueden afectar a la sociedad en la que suceden éstos.

Las decisiones de las personas son las que generan la excesiva vinculación entre activos, a través de miles de operaciones independientes, de mayor o menor trascendencia. Son las que pueden originar las ineficiencias, promover riesgos excesivos y acrecentar las consecuencias que de todo ello se derivan.

A través de la cobertura de riesgos, o en última instancia del riesgo moral, no siempre se asumen las consecuencias de las decisiones tomadas.

Como se ha observado en la tesis, especialmente en el contraste de sus hipótesis, tienen gran influencia la solvencia profesional y ética de quienes toman decisiones, y los mecanismos disponibles para supervisar, controlar y penalizar los comportamientos individuales que generan graves perjuicios colectivos.

Esta tesis entiende que **una buena decisión, debe ser intelectualmente rigurosa, técnicamente viable y éticamente correcta**. A tenor de lo estudiado, reivindicamos **el papel de la regulación y, especialmente, la necesaria implicación de la ética en las personas**.

Entendemos que es precisa una determinada regulación, con su correspondiente supervisión. Esta regulación no debe interferir la libre competencia, por lo que debe ser muy cercana a la realidad y a su constante evolución.

Existe legitimidad para asentar una mayor regulación en beneficio del bien común, atendiendo a

7. Discusión y conclusiones

todo “lo que se conoce” y a todo “lo que es posible”.

Asimismo, creemos que todo “lo posible”, incluso todo lo “legalmente posible”, no siempre puede considerarse éticamente correcto. Dicho de otra forma, no todo lo legal puede siempre considerarse ético.

Solamente con la interiorización de principios éticos universales que se trasladan a la actuación de cada participante, con poder de decisión o no, de los dos sectores, es posible operar en mercados más eficientes y más justos.

7.3 La complejidad de la vinculación entre activos financieros e inmobiliarios

La vinculación entre los dos sectores, financiero e inmobiliario, fundamentalmente se instrumenta entre activos crediticios y activos inmobiliarios, a través de la concesión de préstamos o créditos.

Los diferentes criterios de valoración en los dos mercados, así como la distinta naturaleza de sus valores, en lo que a estabilidad se refiere, confieren al “activo vinculado” una gran complejidad.

Dicha complejidad proviene de su exposición al futuro y de la transformación del citado “activo vinculado” en títulos negociables en mercados financieros.

En lo que se refiere a su exposición al futuro, la solvencia del prestatario y el valor del activo colateral pueden variar. No así el valor del saldo vivo del crédito, que se establece en términos nominales y no sujetos a variaciones ajenas al articulado de su contrato.

Debe añadirse que la valoración de los diferentes tipos de títulos financieros, determinada por agencias de calificación, no solamente depende del valor de su activo subyacente y del colateral del mismo, sino también de la solvencia del emisor de los títulos.

La cadena de vinculación, compuesta por activos que asumen el valor de otros, incorpora riesgos y mucha complejidad, que comprometen a todos los que participan en ella. Ello puede motivar el recurso a instrumentos de cobertura, como en la tesis se ha descrito con el ejemplo de los CDS, que se convierten también en activos de inversión, negociados en mercados financieros y objeto, asimismo, de nuevas coberturas negociables.

Abundando en la complejidad de todo el proceso expuesto, la negociación de instrumentos financieros en diferentes mercados, puede ser global, al margen de regulaciones locales, ya que nada impide a un inversor suscribir títulos cuya emisión no está permitida en su país.

Se plantea la duda de si este mercado financiero, de titulización de riesgos, o una parte muy importante del mismo, sería posible sin la existencia previa de los activos financieros e inmobiliarios vinculados a través de un contrato hipotecario. Y en tal sentido, entendemos que esa vinculación del crédito con otro tipo de activos puede tener otra configuración, como se ha demostrado en el pasado en diferentes ocasiones. En las disertaciones de Sánchez Asiaín (1988) y Rojo (1988) comentadas en la tesis, se ha citado el “*black monday*” (19 de octubre de 1987)

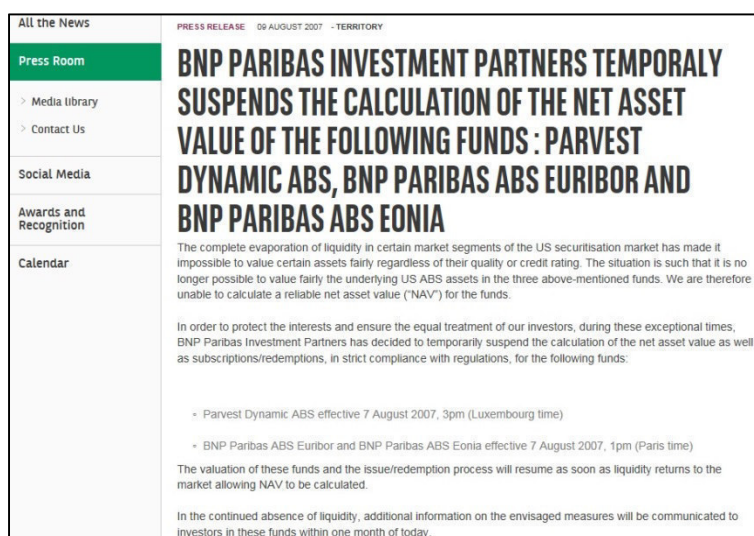
7. Discusión y conclusiones

como fecha en la que el valor de los activos cotizados perdió su máximo súbitamente, en pocas horas, en todas las bolsas del mundo.

Debe mencionarse que los activos que inician la cadena de inversión y financiación descrita en la tesis solamente tienen sentido con la existencia de los agentes, personas físicas o jurídicas, que son contraparte en contratos que proveen de financiación las necesidades de la inversión, con sus correspondientes riesgos.

Sin duda, la excesiva vinculación entre los mercados financiero e inmobiliario, atendiendo a la definición y funcionamiento que se ha expuesto en esta tesis, ha transmitido un nivel creciente de riesgo a las operaciones de los dos sectores y, por tanto, a sus agentes. Sin embargo, estos riesgos, y sus incontenibles consecuencias, pueden trasladarse a la economía real, con gran intensidad, creando en algunos casos un riesgo sistémico que debe ser atendido (Handke, 2014).

Las consecuencias pueden ser de gran magnitud y materializarse en diferentes ámbitos. Así se ha confirmado en los ciclos de 1976-1985, 1990-1993 y en la reciente crisis financiera, cuyo origen simbólico puede datarse el día 9 de agosto de 2007 cuando BNP Paribas anunció la suspensión de tres de sus fondos de inversión, cuyos subyacentes eran hipotecas de baja calidad crediticia, informando que no podía calcular el valor liquidativo de aquéllos. Nada parece tan anómalo, en el contexto de esta tesis, como no ser capaz de valorar los activos con los que se negocia en el mercado, y en los que previamente han confiado los inversores.



The image shows a screenshot of a press release from BNP Paribas dated 09 AUGUST 2007. The main heading reads: "BNP PARIBAS INVESTMENT PARTNERS TEMPORALY SUSPENDS THE CALCULATION OF THE NET ASSET VALUE OF THE FOLLOWING FUNDS : PARVEST DYNAMIC ABS, BNP PARIBAS ABS EURIBOR AND BNP PARIBAS ABS EONIA". The text explains that due to a complete evaporation of liquidity in certain market segments of the US securitisation market, it is impossible to value certain assets fairly. To protect investors' interests and ensure equal treatment, BNP Paribas Investment Partners has decided to temporarily suspend the calculation of the net asset value for the three mentioned funds. The suspension is effective from 7 August 2007 at 3pm (Luxembourg time) for Parvest Dynamic ABS, and at 1pm (Paris time) for BNP Paribas ABS Euribor and BNP Paribas ABS Eonia. The valuation process will resume as soon as liquidity returns to the market.

Fuente: BNP Paribas (2007)

Figura 7.1 Nota de prensa publicada por la entidad BNP Paribas en agosto de 2007

Como ya se ha expuesto, la tesis considera que la excesiva vinculación entre los sectores financiero e inmobiliario, y las consecuencias que de ella se derivan, está en directa dependencia de la solvencia profesional y ética de las personas que toman decisiones.

Según expone Leamer (2007), de las diez (10) recesiones que ha sufrido EEUU después de la Segunda Guerra Mundial, ocho (8) han ido precedidas de una desaceleración en el sector inmobiliario.

A pesar de que el Banco de España propuso las provisiones a las entidades de crédito, éstas no fueron suficientes como se demostró con las continuadas regulaciones posteriores,

7. Discusión y conclusiones

incrementándolas ante la confirmación de los grandes riesgos asumidos.

En el orden social, los efectos de los desequilibrios citados, han tenido muy graves consecuencias en las economías familiares, y han supuesto el declive de algunos sectores especialmente intensivos en el empleo de trabajadores.

Incluso las entidades de crédito, por diferentes motivos, han debido incorporar en sus balances activos inmobiliarios, adjudicados o aceptados como pago de deuda, que constituyen “inversiones” no productivas. Dichos activos, además de no generar rentabilidad y no recibir cobros, generan coste y consumen recursos propios, en razón de las provisiones que deben dotarse, lo que supone una gran afectación a la solvencia del sistema financiero.

Por todo ello, se propone destinar mayores recursos a prevenir desequilibrios, que la historia ha demostrado que son recurrentes y difícilmente evitables, en lugar de detraerlos súbitamente del funcionamiento adecuado de la sociedad en el momento en que aquéllos se producen.

Ante determinadas situaciones no existen medidas infalibles, ni cabe la opción de anticipar su aplicación en cualquier instante. Tampoco es viable proponer las mismas medidas en situaciones distintas, ni siempre es posible someterlas a prueba en momentos o escenarios distintos al de la realidad en la que se quiere intervenir.

Toda actuación se inscribe en un equilibrio general, complejo, que se autoajusta cada vez más rápidamente (en especial en los mercados financieros, con una velocidad inimaginable hace años), ante el que en muchas ocasiones solamente cabe la reacción después de las operaciones (a veces provocadas por sucesos o informaciones de efectos inmediatos).

Como se ha expuesto en esta tesis, el pasado no prefigura el futuro.

Las relaciones existentes entre los sectores financiero e inmobiliario deben estar comprometidas con una buena gestión del riesgo, que asegure un sistema más estable.

Así, un excesivo apalancamiento, que puede suponer una excesiva concentración de riesgos, o el desmedido tamaño de determinadas organizaciones, que puede llevarlas al límite de no permitir su colapso, suponen una implícita asunción de grandes riesgos por parte de sistemas públicos que no regulen esta posibilidad.

7.4 Lecciones aprendidas

Toda operación de inversión incorpora un riesgo que puede considerarse como fuente de progreso, incluso aceptando el coste del fracaso, que debe ser congruente con su inicial previsión y con quienes realmente deben asumirlo.

Sin embargo, no siempre es posible analizar correctamente el riesgo de determinadas operaciones, o incluso de determinada operativa, por muy excelentes que sean los medios o recursos que se aplican a tal cometido. Baste recordar como ejemplo los malos resultados que tuvo finalmente el fondo LTCM (*Long-Term Capital Management*), gestionado con la colaboración de dos premios Nobel.

7. Discusión y conclusiones

Probablemente, en la interrelación entre sistema financiero y sistema inmobiliario muchos riesgos han sido evaluados de forma incorrecta, y ello debería ser fuente de aprendizaje y de propuestas.

La relación entre los sectores financiero e inmobiliario, y sus ciclos, es conocida por su ocurrencia en diferentes ocasiones anteriores, y en diferentes situaciones geográficas.

Además, como se demuestra en varias ocasiones, es posible confirmar que las dudas ante escenarios que se alejan del equilibrio económico, no solamente pueden provenir de ámbitos teóricos o académicos, sino que pueden ser explícitamente conocidas por la “inteligencia” de cada sector y oficialmente advertidas por las entidades reguladoras en el ejercicio de su función supervisora.

A título de ejemplo es suficiente con volver a mencionar la carta que los Inspectores del Banco de España enviaron en su día al Ministro de Economía de España (Fernández, 2012), advirtiendo del excesivo crecimiento del crédito en España.

Así pues, creemos que es posible disponer de un conocimiento, aunque no sea rigurosamente exacto, de los riesgos en los que se incurre en cada momento, y de la estimación de lo que ello puede suponer (en términos de economía real y del posible riesgo sistémico) para la sociedad que deberá asumir el reordenamiento de un sistema.

Todo ello invita a reflexionar acerca de lo que puede fallar o lo que se prefiere obviar, en determinadas situaciones. Como expone Termes (2003), en su sesión en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, *“la ética no se vulnera sólo por acción sino también por omisión”*.

El coste de oportunidad de toda decisión, y especialmente el de la omisión, puede ser muy alto.

Analizando la realidad en casos y escenarios ya ocurridos, se observa que efectivamente se han subestimado varios tipos de riesgos y, además, no parece que haya existido una visión compartida por todas las entidades.

En España, desde la perspectiva del sistema inmobiliario, la disponibilidad de crédito, precipitó inversiones aparentemente fuera de lo recomendable, con compras de suelo en el momento alto del ciclo, y fusiones con valoraciones no siempre suficientemente contrastadas.

Solamente el crédito, es decir el apalancamiento, puede promover excesos. Como afirma Soros (2008), *“para que se desarrollen procesos de auge y crisis, debe haber alguna forma de crédito o de apalancamiento, y algún tipo de error de concepción o malinterpretación subyacente”*. Es decir, el error o malinterpretación, solamente puede generar consecuencias de gran dimensión si dispone de financiación.

Según expone Zhu (2014), *“de las casi 50 crisis bancarias sistémicas registradas en las últimas décadas, más de dos tercios estuvieron precedidas por patrones de auge y caída en los precios de la vivienda”*.

Deben, por tanto, adoptarse medidas para evitar otro auge insostenible, o constituir mecanismos para tratarlo en caso de que no sea posible su prevención.

Lo manifestamos aquí, no solamente como parte de las conclusiones de esta tesis, sino también adhiriéndonos a todo el pensamiento previo que ha dejado constancia de ello.

7. Discusión y conclusiones

7.5 Recomendaciones de la Reserva Federal en 1863

En una conferencia dictada por Rafael Termes (2004), con el título “Dimensión moral de la banca y las finanzas”, se recogen las recomendaciones que, en 1863, hizo la Reserva Federal (el Banco Central de Estados Unidos) a los banqueros. Entre otras frases, tales recomendaciones exponían lo siguiente, que se transcribe literalmente del texto de Termes:

No conceda créditos que no estén asegurados más allá de toda contingencia razonable. Facilite solamente las transacciones que sean legítimas y prudentes. Insista en que el pago de todo el papel se realice al vencimiento, tanto si usted necesita el dinero como si no. No renueve nunca una operación simplemente porque no conozca dónde colocar el dinero con el mismo rendimiento, en caso de que el pago se realice. Distribuya sus créditos en lugar de concentrarlos en unas pocas manos. Los créditos elevados concedidos a una firma o a un individuo únicos, aunque pueden ser en ocasiones lícitos y necesarios, son generalmente poco juiciosos y frecuentemente inseguros. Cada dólar que un Banco presta por encima de su capital y reservas, lo debe, y sus gerentes tienen por consiguiente la obligación más estricta hacia sus acreedores, así como hacia sus accionistas, de mantener sus descuentos permanentemente controlados. No realice nunca un descuento si duda de su conveniencia. Si tiene razones para desconfiar de la integridad de un cliente, ciérrele su cuenta. Persiga un negocio bancario directo, honesto y legítimo. No deje que la perspectiva de grandes beneficios lo tienta a hacer nada que no sea correcto. Los "espléndidos financieros", en el mundo de la Banca, son generalmente o farsantes o truhanes.

Sorprende leer estas recomendaciones escritas en el año 1863, transcurridos más de 150 años, y observar lo actuales y vigentes que pueden ser, si se interpretan a través de determinados criterios.

Se trata de una valiosa lección de prudencia, aplicada al ejercicio de una responsabilidad que afecta a muchas personas.

Las recomendaciones, directamente enfocadas a la función financiera, con su correspondiente adaptación a la época en la que se ha redactado esta tesis, podrían ser aplicables también al sector inmobiliario.

Se comentan, a continuación, algunas de las anteriores recomendaciones, desde nuestro criterio y atendiendo al objeto de esta tesis, en la que se ha citado varias veces la relación, no siempre bien equilibrada, entre “lo que se sabe” y “lo que se hace”.

No conceda créditos que no estén asegurados más allá de toda contingencia razonable.

En nuestra investigación, esta recomendación de gran prudencia y sensatez, remite a la fiabilidad en la capacidad de reembolso del prestatario y a la seguridad que aporta la garantía hipotecaria. Dado que, a lo largo de la vigencia de un contrato de préstamo o

7. Discusión y conclusiones

crédito hipotecario, pueden surgir múltiples contingencias, y no todas son previsibles, se estima conveniente disponer de un margen de seguridad, que permita que las variaciones del valor del activo inmobiliario afecten lo menos posible a su carácter de garantía. Un LTV superior al 80% puede considerarse poco prudente y, tal vez, poco rentable a largo plazo (un préstamo o crédito hipotecario es, siempre, un negocio a largo plazo). Un LTV del 100% es, sin posibilidad de duda, una operación excesivamente arriesgada.

El artículo 104 de la Ley Hipotecaria española hace mención explícita a la **“seguridad”** con el siguiente redactado: *“La hipoteca sujeta directa e inmediatamente los bienes sobre que se impone, cualquiera que sea su poseedor, al cumplimiento de la obligación para cuya seguridad fue constituida”*.

La reclamada solvencia profesional y ética de los participantes en los sectores financiero e inmobiliario en algunos casos hubiera podido ser sustituida simplemente por la estricta aplicación de esta recomendación, pues ya desde 1863 se conocían los riesgos de no seguirla.

Facilite solamente las transacciones que sean legítimas y prudentes.

Lo legítimo y lo prudente ya era recomendado por la Reserva Federal en el año 1863. Solamente es posible ejercer una actividad, con continuidad en el tiempo y en beneficio de todos, si las operaciones de quienes participan en la misma son legítimas y prudentes. Lo ilegítimo y lo imprudente someten a una entidad a unos riesgos que pueden acabar siendo letales para la organización y sus colaboradores. Se han dado muchos ejemplos al respecto, y más hubieran existido si la “red de seguridad” descrita por Kane (2014) no actuara en los momentos en que la crisis de una gestión incorrecta es máxima.

Entendemos que **lo legítimo y lo prudente** pueden asociarse a la recomendación que hace esta tesis respecto a **la regulación y a la ética**.

Tales cualidades, legitimidad y prudencia, deben estar presentes en las personas, que realmente son las que protagonizan la acción de las organizaciones. Si entendemos que las entidades son sus personas, debemos concluir que las acciones, aquí concretadas en las transacciones que efectúan aquéllas, deben aportar legitimidad y prudencia a sus organizaciones, lo que significa que se trasladará a todos los tratos.

Entendemos que **esta recomendación, que aúna legitimidad y prudencia, resume una gran parte de las conclusiones de esta tesis**.

Distribuya sus créditos en lugar de concentrarlos en unas pocas manos.

Como se ha advertido en el marco de referencia de esta tesis, durante un periodo coincidente con el auge del ciclo ha habido una gran concentración de financiación en operaciones relacionadas con el sector inmobiliario y de la construcción.

Se trata de una estrategia muy alejada de la **prudente diversificación** que recomiendan todos los tratados de inversión (y, por lo tanto, de financiación).

7. Discusión y conclusiones

La concentración no solamente proviene de quienes han concedido financiación, sino también de quienes la han supervisado. Nuevamente interesa citar la carta de los Inspectores del Banco de España, redactada desde la privilegiada visión que su posición supervisora les proporcionaba.

Los créditos elevados concedidos a una firma o a un individuo únicos, aunque pueden ser en ocasiones lícitos y necesarios, son generalmente poco juiciosos y frecuentemente inseguros.

Adjetivar de “poco juiciosa y frecuentemente insegura” una decisión o la puesta en práctica de una estrategia, es el peor comentario que puede hacerse a la operativa de una institución cuyo principal cometido, y fuente de beneficio, es la concesión de créditos.

Es innegable que una entidad de crédito será conocida y valorada por sus operaciones, de préstamos y créditos. **La confianza** se basa en la percepción de una manera continuada de hacer las cosas. Sin duda alguna, los depositantes de una entidad de crédito, prefieren que ésta sea “juiciosa y segura” y tener la certeza de que sus depósitos se aplican a **créditos “juiciosos y seguros”**.

Cabe señalar que esta recomendación, incide nuevamente en la necesidad de diversificar, cuantitativamente y cualitativamente, la concesión de crédito.

Los depósitos deben ser protegidos y remunerados, por el propio banco, en lugar de confiar en el “seguro de depósitos” como red salvadora disponible ante situaciones de gran desequilibrio.

Cada dólar que un Banco presta por encima de su capital y reservas, lo debe, y sus gerentes tienen por consiguiente la obligación más estricta hacia sus acreedores, así como hacia sus accionistas, de mantener sus descuentos permanentemente controlados.

Como se vio en el marco referencial, la principal fuente de recursos de una entidad crediticia son **los depósitos de sus clientes**, que deben ser protegidos, dado que son recursos ajenos, es decir, dinero de otros cuya gestión ha sido confiada a las entidades de crédito. Controlar permanentemente las operaciones es, indudablemente, un excelente indicador de rigor.

No deje que la perspectiva de grandes beneficios lo tiente a hacer nada que no sea correcto.

Algunas prácticas, en lo que a concesión de crédito hipotecario se refiere, han primado **el volumen frente a la calidad** de esa deuda. Incluso, en el caso de prestatarios con condiciones de riesgo consideradas suficientes, puede haberse forzado el valor de un inmueble, en su calidad de garantía hipotecaria, para facilitar el éxito de un préstamo o crédito hipotecario. Tratándose de un negocio, en el que el valor del inmueble y un adecuado LTV aseguran una futura correcta gestión del riesgo, distorsionar esas reglas

7. Discusión y conclusiones

supone una excesiva preferencia por la rentabilidad, sea ésta de la entidad que se representa o bien de quien decide (es decir, una persona, con el nombre y apellidos que suele aparecer al lado de una firma).

En la tesis se han expuesto los casos de las empresas Enron, WorldCom y Vivendi, que además de un entorno propicio para su desarrollo tuvieron en común el protagonismo de personas, cuyos nombres y apellidos no omite Termes (2003) en su descripción, que han quedado unidas al ejemplo de gestión fraudulenta.

En esta investigación se promueve nuevamente, el **máximo compromiso con la Ética**, por parte de todos los que participan o influyen en un mercado.

Podemos concluir, pues, que las recomendaciones de la Reserva Federal, del año 1863, son absolutamente vigentes. Pero más allá de eso, **no puede haber dudas de que estas recomendaciones son conocidas por quienes toman decisiones** en el sector financiero, lo que invita a reflexionar acerca de los criterios que han promovido determinadas operaciones.

Su lectura debería ser obligada, para quienes deben gestionar riesgos, propios y ajenos. Sin embargo, como señala Pastor (1999) *“las reglas de conducta prudente no se ignoran tanto como se olvidan: la ortodoxia financiera, benéfica a largo plazo, puede ser muy costosa a corto plazo, pues exige renunciar a oportunidades que parecen muy provechosas”*.

7.6 Resumen de conclusiones

A modo de recapitulación, y sin que puedan sustituir a toda la documentación que se ha procurado incorporar y la posterior discusión desarrollada, se resumen a continuación, en forma de breves apartados, las ideas que resumen las conclusiones de esta tesis.

Atendiendo a la necesaria regulación y supervisión de las relaciones entre los sectores financiero e inmobiliario, individualmente y en su vinculación, la tesis ha concluido que es preciso velar por la mayor solvencia profesional y ética de todos los que participan en sus mercados.

Esta idea se expone a continuación, a través de los siguientes ámbitos de atención:

- La importancia del riesgo
- La transparencia
- La regulación
- La ética
- La gestión
- Los procesos
- Prevención y mayor compromiso con el bien común
- Legitimidad para regular

7. Discusión y conclusiones

7.6.1 La importancia del riesgo

Los riesgos, a través de su actividad financiera, van siendo asumidos por una misma entidad crediticia al mismo tiempo que lo hacen todas las de un país, de manera que infinidad de prestatarios reciben crédito de una misma entidad, garantizado cada uno con un inmueble.

Esa entidad asume un riesgo de crédito, derivado de su propia actividad y de la acumulación de operaciones efectuadas. Y ese riesgo de crédito, depende de la capacidad del deudor de cumplir con sus pagos futuros, y del mantenimiento adecuado del valor de las garantías suscritas, que en esta investigación limitamos a los bienes inmuebles.

Junto al asegurador, ningún sector ha dedicado tantos recursos al estudio y gestión de riesgos como el financiero. Sin embargo, la gestión de un negocio usualmente está enfocada a la obtención de la máxima rentabilidad, aprovechando las oportunidades del mercado, dentro de un sector en el que puede existir una gran competencia. Dado que la rentabilidad está unida al riesgo, todo objetivo dirigido a incrementar rentabilidad, ya sea a corto o a largo plazo, puede significar un incremento de riesgos asumidos.

Como se ha expuesto repetidamente, los riesgos propios pueden pasar a ser colectivos cuando se excede la capacidad de su control y la entidad tiene la consideración de sistémica.

Esta situación se agrava cuando, conociendo la red de seguridad descrita por Kane (2004), puede optarse por asumir más riesgos en la confianza de que en caso de crisis, por el mecanismo del riesgo moral, la entidad será capitalizada con los recursos de quienes no han participado en su gestión.

En última instancia, discernir dónde está la línea que separa lo que se entiende por gestión prudente, de lo que se entiende por gestión temeraria, no siempre es posible. Tomar decisiones es algo difícilmente evaluable a priori (a posteriori, obviamente, es mucho más fácil), y pueden existir complejas regulaciones que no siempre coinciden con los principios éticos que inspiran determinadas acciones humanas.

Interesa, pues, considerar que miles de decisiones asumiendo riesgos excesivos, con o sin conciencia de ello, pueden desembocar en una situación de riesgo moral, a la que, por muy costosa que resulte para la sociedad, se da respuesta por tratarse del mal menor.

Tal situación puede derivarse de actuaciones prudentes a las que les sobreviene un escenario de crisis, o de conductas especialmente imprudentes, que finalmente ocasionan un grave perjuicio al bien común.

Excesiva asunción de riesgos

A lo largo de esta investigación se ha constatado la excesiva asunción de riesgos, en los dos sectores estudiados, y las consecuencias que ello conlleva en la colectividad.

Sin embargo, entendemos que, si impedir nuevas situaciones de crisis, inmobiliarias o financieras, supone reducir la asunción de riesgos, eso puede afectar al progreso y la necesaria financiación del mismo. El riesgo es consustancial a la evolución y a la innovación, en todo tipo de materias, lo que en muchos casos es fuente de crecimiento y de mejora para la sociedad.

Los eventuales riesgos excesivos que puedan haberse cometido no deberían ocasionar su

7. Discusión y conclusiones

reducción ante nuevas inversiones. El riesgo no es, en sí mismo, causante de perjuicios, pues también debe entenderse como fuente de oportunidades.

Sí, en cambio, debe atenderse al grado en que se asume ese riesgo, y al obligado estudio previo de las operaciones que lo incorporan.

Para conocer y prevenir riesgos, es preciso disponer de la máxima información, y de autoridad o legitimidad para regular con independencia.

Un ejemplo de ello puede ser todo lo concerniente al reporting que se solicita a las entidades financieras en pro de una mayor transparencia y, por tanto, de una mejor prevención de riesgos. En ningún caso debe ser considerado como un esfuerzo inútil, o cumplimentado sólo para evitar sanciones de los diferentes reguladores.

Debe prevenirse toda posible tentación de relajar criterios de prevención de riesgos cuando la memoria empieza a desvanecerse.

En atención a lo expuesto acerca de la necesaria información, David Mayes (2000), tras examinar una serie de elementos clave que determinan la disciplina de mercado y la manera en la que podría intensificarse indica la necesidad de mayor transparencia en las empresas financieras, argumentando que *“no es fácil impedir una quiebra, pero deben existir indicadores que proporcionen señales de mercado acerca de la posibilidad de que ésta se produzca”* (Mayes, 2000).

Nunca es fácil regular, pues la propia intervención en los mercados puede alterar su funcionamiento, con consecuencias no siempre previsibles.

Sea con regulación o con la propia participación, deberán evaluarse las consecuencias de posibles intervenciones en el mercado. Así, por ejemplo, la aportación a éste de mucha liquidez, puede ser entendida como solución a la falta de financiación, pero también como causa de nuevos efectos perversos a través de un menor coste de la deuda que hace atractivas unas inversiones que en otras circunstancias no habrían sido aprobadas.

Conciencia del riesgo y de la incertidumbre

Dado que todo proyecto de inversión se basa en el futuro y éste es incierto, es posible que a priori ninguna opinión tenga más validez que otra. Sin embargo, sí es posible delimitar magnitudes que no deberían sobrepasarse, o no alentar soluciones que pueden ser causa de nuevos desequilibrios.

Puede ejemplificarse lo expuesto con la promoción de fusiones entre entidades financieras, cuyo objetivo puede ser dotar de mejor competitividad a las organizaciones que contribuyen a hacerlas más grandes y, por tanto, susceptibles de convertirse en “sistémicas”.

La aversión al riesgo es algo personal, sin embargo cambia cuando existe una cobertura, es decir seguridad de que no se incurrirá en pérdidas no deseadas, o “inmunidad” cuando las altas cifras que se manejan se asientan en apalancamientos desproporcionados (que han llegado a ser del 85 x 1).

Atendiendo a la información agrupada y tratada en esta investigación, aplicada a situaciones anteriores y contemporáneas, podemos suponer que en muchas operaciones que se promueven con grandes riesgos incorporados se tiene conciencia de los mismos.

7. Discusión y conclusiones

¿Qué motivo puede haber para aceptar un riesgo excesivo? Tal vez el convencimiento de que el riesgo asumido no va a confirmarse. Tal vez subestimación de riesgos. Tal vez preferencia por el riesgo, guiada por determinados incentivos o motivaciones. O, tal vez, en ocasiones la disponibilidad de suficiente cobertura (explícita o implícita).

El riesgo forma parte de la actividad económica y de cualquier proyecto humano Sin embargo interesa conocer qué cobertura existe y quién va a asumir las consecuencias, y con qué capacidad, en el caso de que éstas no coincidan con las previstas.

Los mercados financieros negocian con riesgo, sea cual sea su subyacente, y cada participante asume la configuración del mismo que mejor se adapta a su preferencia de inversión.

Así, dado que solamente tiene sentido ofrecer al mercado aquellos productos que van a encontrar demanda de inversión, existen activos financieros que se diseñan y se estructuran, expresamente con diferentes grados de riesgo para responder a la rentabilidad demandada por su futuro tenedor y también por la propia institución emisora.

En definitiva, en todo proceso la posible fuente de perjuicio no es la vinculación entre los activos, ni su titulización ni la cobertura de los riesgos. Es el uso que le dan a todo ello las personas, o la elección que éstas hacen ante la oferta de riesgos que provee el mercado.

En cualquier caso, es imposible asumir riesgos excesivos espontáneamente y sin disponer de recursos.

7.6.2 La transparencia

A lo largo de la tesis hemos utilizado la expresión “cadena de vinculación” para definir largas estructuraciones de activos, financieros e inmobiliarios, que sucesivamente incorporan nuevos eslabones. Puede compararse su configuración, especialmente tratándose de CDS, con la cuerda que une a varios escaladores.

No siempre se tiene conocimiento de lo que incorpora un activo, a pesar de conocer su valor o el riesgo que le ha asignado una agencia de calificación. Tampoco se conoce siempre a quien se ha incorporado a la cuerda en la peligrosa escalada a una cima.

La asimetría de la información, o incluso su promoción, puede inducir decisiones erróneas, u operaciones de gran riesgo para alguna de las partes. Recordemos como, en la tesis, hemos defendido que una valoración es una opinión, y ésta es de mayor calidad cuanto más información incorpora.

Consideramos especialmente ilustrativa la comparación con las famosas muñecas rusas, *matryoshka*, para exponer una vez más la complejidad y opacidad de lo que aquí se trata.

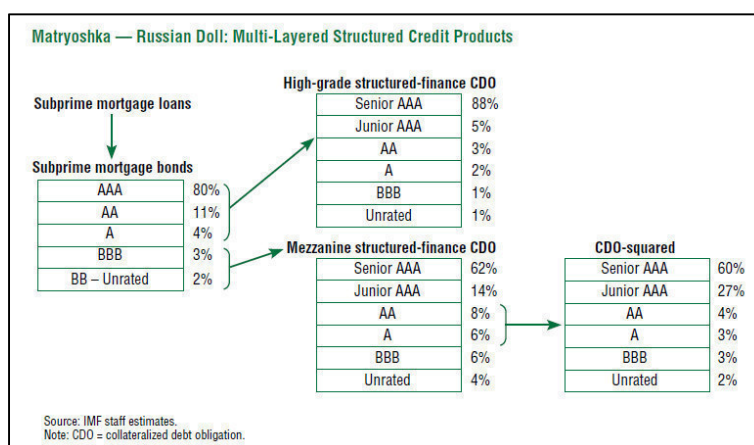
En la siguiente figura, basada en préstamos de baja calidad (“*subprime mortgage loan*”) puede observarse como una cartera de préstamos hipotecarios (“*mortgage loans*”) forma parte de una emisión de bonos (“*bonds*”). Dichos bonos se estructuran en diferentes tramos, con diferentes rentabilidades y riesgo cada uno (AAA, AA, A, BBB...). Asimismo, algunos de esos tramos se estructuran nuevamente en nuevos instrumentos financieros (“*high-grade structured-finance CDO*” y “*mezzanine structured-finance CDO*”), incrementando la complejidad y el riesgo de toda la estructura. Nuevamente se amplía el circuito con la inclusión de un “CDO al cuadrado” (“*CDO-squared*”) estructurado a partir de algunos tramos del CDO previo. Como se ve, cada

7. Discusión y conclusiones

eslabón de la cadena puede llevar incorporado, como en el caso de las muñecas rusas, otros eslabones posteriores, cada vez más opacos.

Puede parecer un proceso ininteligible, pero ha congregado un volumen de inversión inmenso, al que debe añadirse el que supone su cobertura (fundamentalmente con CDS), cuya escala económica incluso superó a la del proceso descrito.

Como comentario final, debe mencionarse aquí que en el ejemplo que ilustra la siguiente figura 7.2 la complejidad que la acompaña está soportada por hipotecas de baja calidad. Es decir, todo el riesgo que va asumiendo la cadena de vinculación que representa descansa en activos que ya incorporan un muy alto riesgo de crédito, tanto en la solvencia de los prestatarios como en la garantía de los inmuebles.



Fuente: International Monetary Fund (2008)

Figura 7.2 Estructuración financiera y muñecas rusas

Como se ha expuesto, la solvencia profesional y ética de los agentes, es la parte más importante y determinante de los procesos.

Son las personas, y no las operaciones de forma autónoma, las que determinan los objetivos, y la forma de alcanzarlos, ante cualquier oportunidad de inversión o financiación.

Estos objetivos, con sus medios para alcanzarlos pueden ser contrarios al **bien común**, o no suficientemente alineados con el mismo.

La tesis entiende que el fin no justifica los medios, pero **tampoco los medios justifican el fin**. Es decir, la disponibilidad de sofisticados productos y procesos financieros, no siempre justifica el objetivo al que se destinan.

7.6.3 La regulación

La regulación no basta para evitar actividades ineficientes que negocian con riesgos excesivos. Se ha comprobado que la regulación no siempre es puntual en la respuesta a innovaciones que se propagan con gran intensidad, ni siempre su aplicación transmite mensajes ejemplificantes o disuasorios.

La regulación siempre es eficaz, pero en muchas ocasiones su puesta en acción es posterior al efecto de aquello que se pretende ordenar o evitar. Debe, pues, implementarse su mejora

7. Discusión y conclusiones

constante y la de sus medios.

Como expone Soros (2008), “*dado que los mercados financieros no tienden al equilibrio, no podemos dejarlos actuar por sí mismos*”. Se trata de una afirmación, efectuada por quien comparte su dedicación académica con el protagonismo inversor de grandes operaciones en las últimas décadas.

Existe legitimación para regular, dado que los perjuicios derivados de no hacerlo son muy costosos para la sociedad.

No deben tolerarse, desde la regulación y la supervisión, actitudes basadas en la “*benign neglect*” (indiferencia benévola) como manifiesta Zhu (2014).

Los auges inmobiliarios varían según el país y el momento. Pero todos tienen en común que la caída, cuando sobreviene, afecta gravemente a la estabilidad financiera general y a la economía real. Existe pues, absoluta necesidad y legitimidad para regular el funcionamiento de los agentes económicos, en el grado que respete la libre competencia pero a la vez preserve los intereses comunes de la sociedad.

No siempre es posible regularlo todo, pues en la operativa globalizada intervienen diversos países con distinta legislación. La coordinación internacional también es esencial, ya que pueden generarse auges inmobiliarios en un país, que pueden estar alimentados por la disponibilidad de crédito de otros países.

En cualquier caso, entendemos que esta regulación debe incorporar la consecuente penalización. Incluso tras una eventual aportación de liquidez para reequilibrar el sistema económico, deberán asignarse las pertinentes responsabilidades a quien corresponda, con su oportuno coste (económico o ejecutivo).

Mucho más ágil es la puesta en acción de normativas o circulares, de organismos autónomos, como es el caso del Banco de España o la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) en España, que disponen de medios de supervisión y de capacidad de actuación.

La facilidad con la que inversión y financiación pueden superar fronteras y, por lo tanto, diferentes regulaciones internacionales no armonizadas, junto a la capacidad de titularizar activos en diferentes formatos, permiten la circulación de innovaciones financieras a las que no siempre puede anticiparse la regulación. Y se entiende, tratándose de innovación, que su uso da fe de su éxito (como muy claramente demostró el inmenso volumen de inversión que acumuló el mercado de los CDS).

Independientemente de ello, la regulación, es decir las normas que definen el marco de actuación, precisa de una posterior supervisión que no siempre es posible desarrollar con el necesario detalle o con la suficiente antelación a los hechos.

Esta supervisión no solamente debe estar encomendada a instituciones oficiales, sino que debe realizarse desde los propios órganos de control de una entidad y por los colaboradores dedicados a ello (como es el caso de los auditores).

En lo concerniente a regulación y supervisión, debe considerarse que quienes asumen este cometido pueden ser tan falibles como los agentes que operan en los sectores económicos, lo que puede generar incertidumbre o atonía inversora.

7. Discusión y conclusiones

En cualquier caso, la memoria de los mercados es frágil, las oportunidades de inversión siempre suscitan la sensación de que no volverán a producirse errores pasados, y se relaja el control y el autocontrol.

Por ello, la tesis se alinea nuevamente con la promoción de una regulación activa, complementada con una supervisión efectiva, como mejor sistema de sanidad de los mercados y de sus operaciones. Y con la ética, como más universal y sólido compromiso con la autorregulación.

7.6.4 La ética

La ética es la norma estable, común a los intereses de las personas, que da sentido a la autoexigencia de quienes intervienen en los mercados financieros e inmobiliarios.

Las leyes cambian, las innovaciones financieras siguen apareciendo, pero la ética se mantiene estable.

Reivindicar la ética, frente a la voracidad de la persecución de beneficios, no siempre compartidos, supone colocar a las personas en el centro de todo proyecto económico.

La ética, individual y privada, forma parte de la acción humana y de la relación entre las personas.

No han sido los cada vez más complejos mecanismos financieros, los que han provocado excesos de riesgo y transmisión de los mismos a la sociedad, sino los incentivos incorrectos, los conflictos de interés, la falta de transparencia en muchos procesos, y las decisiones insuficientemente prudentes en lo que a financiación de operaciones sin reflejo en la economía real se refiere (Argandoña, 2010). Es decir, las personas, en su libertad de decisión y acción, son las que han orientado los medios que la innovación ha aportado a los mercados financieros, hacia objetivos que en muchas ocasiones han estado alejados del bien común.

Lo ético remite a los valores de las personas. Y citar aquí el término “valores”, con la debida distancia en su aplicación, nos comunica con la misma raíz de la expresión que hemos estado utilizando a lo largo de la tesis, al referirnos al “valor” de los activos. En ambos casos, valorar debería permitirnos discernir entre “lo bueno” y “lo malo”.

En el marco de referencia de esta tesis, en su apartado correspondiente a la toma de decisiones, se ha hecho especial mención a cuestiones referidas con la ética, a las que estas conclusiones se remiten.

7.6.5 La gestión

Es necesario que todos los participantes de los sectores financiero e inmobiliario, especialmente en lo referido a la aportación de recursos para todo tipo de inversiones, consideren su gestión comprometida con el bien común.

Debería ser innecesario reclamar dicho objetivo, atendiendo a la propia naturaleza de lo que es una organización, y considerando que los propios accionistas son los más interesados en la rentabilidad y la continuidad de sus organizaciones.

En la tesis se han expuesto ejemplos del muy alto precio pagado por entidades que optaron por la gestión basada en el engaño y el fraude (Enron, WorldCom, Vivendi, Andersen Consulting,

7. Discusión y conclusiones

etc.).

No solamente son los accionistas, es decir los proveedores de capital, quienes deben estar protegidos por la correcta gestión. En las entidades crediticias, los depósitos de los clientes constituyen un importante volumen económico a resguardar.

Es preciso dotar a los sistemas de una **autorregulación** interna, sin duda alguna proveniente de principios éticos compartidos. Además, dado que toda acción responde a decisiones adoptadas por personas, y que éstas están identificadas con nombre y apellidos, debe trasladarse el peso de la responsabilidad a quienes, por acción u omisión, participan en negligencias o malas prácticas, con conocimiento de ello.

Los mercados no tienen memoria, como reza una máxima de la hipótesis de eficiencia del mercado, según la cual los cambios de precios pasados no contienen información sobre los cambios futuros. Tal manifestación podría llevar a la falsa afirmación de que los inversores no tienen memoria.

El pasado reúne perfiles de riesgos ya conocidos en los que nuevamente se ha incurrido con plena conciencia, lo que debería motivar una mayor supervisión, que complemente a la mejor gestión.

7.6.6 Los procesos

Los dos sectores cuya vinculación se ha analizado en esta tesis, probablemente deberían reconsiderar algunas de sus estrategias, operando con menor apalancamiento y con menor concentración de riesgos.

A título meramente indicativo, el sector inmobiliario probablemente **deba aumentar el porcentaje de recursos propios en operaciones de inversión**, o incluso en determinados activos como por ejemplo la financiación de la compra de suelo. Incrementar el riesgo propio, en las inversiones, y **eleva las barreras de entrada a un sector de tanta importancia**, puede colaborar a garantizar la calidad profesional de sus operadores. Ello debería ser de interés no solamente para las entidades reguladoras, sino para los propios integrantes del sector. Abundando en lo comentado, sería óptimo disponer de un mejor conocimiento y regulación del sector, y tener una **mayor atención macroeconómica** en la literatura académica.

Con el mismo espíritu meramente tentativo e indicativo, en el sector financiero, objeto de constantes cambios regulatorios, tal vez deba primarse el **incremento de capital y liquidez** en todas sus instituciones, así como consolidar una **mayor supervisión y una mayor disponibilidad de información (reporting)**.

Algunas propuestas regulatorias recientes van en este sentido, como por ejemplo los acuerdos de Basilea I, II y III. Sin embargo, deben supervisarse los métodos con los que se consigue ese progreso y los procesos seguidos para la mejora de la solvencia de las entidades. Entendemos que los tres objetivos que deben guiar la gestión del sistema financiero son el incremento de capital (o de los requerimientos mínimos), el incremento de la supervisión, tanto interna como externa, y el aumento de la información disponible y aportada por las entidades financieras.

No toda la financiación, sin embargo, proviene de las entidades crediticias tradicionales. La denominada **“banca en la sombra”** (*“shadow banking”*), de notable presencia en todos los sectores económicos, y de creciente importancia en España, no está igualmente regulada.

7. Discusión y conclusiones

Entendemos que debe instrumentarse una más decidida regulación, probablemente internacional, de la denominada “banca en la sombra”, cuya presencia es y va a ser cada vez mayor en la financiación de todo tipo de operaciones.

7.6.7 Prevención y mayor compromiso con el bien común

El capital financiero puede moverse libremente a través de fronteras, lo que hace muy difícil aplicarle gravámenes para sufragar la “red de seguridad” mencionada antes.

Si finalmente, por el efecto del riesgo moral, o con actuaciones concretas relacionadas con el riesgo sistémico de algunas entidades, el Estado se ve obligado a actuar, parece completamente legítimo que esa misma actuación, previsoramente y ejecutivamente, pueda efectuarse ex-ante.

Complementariamente a una regulación y supervisión estrictas, puede constituirse un fondo, en calidad de red de seguridad, de propiedad pública, que pueda ser usado en caso necesario, financiado con tasas específicas sobre determinadas operaciones y con otras fuentes que no supongan coste ni menoscabo para el bien público. Ello supone obtener recursos preventivos o desincentivar determinadas operativas.

Se apela aquí al pragmatismo, asumiendo como muy probable (dentro de lo que en la tesis hemos denominado “lo posible”) la necesidad de reequilibrar un sector, eventualmente el financiero, o los efectos de una crisis del mismo. Para ello, puede recurrirse al mismo criterio que impone las decisiones una vez se ha consumado lo que se pretende evitar: el mal menor.

Se ha expuesto en este trabajo que las entidades crediticias españolas, con sus balances altamente provisionados, con activos improductivos que consumen recursos propios, deben aceptar el “mal menor” como criterio para tomar decisiones acerca de desinversiones de activos crediticios (cesión de créditos) o inmobiliarios.

Debe incorporarse el aprendizaje de la realidad en la previsión de futuro. En este sentido, debemos admitir que no puede regularse todo, ni puede preverse todo en un contrato. Por ello debe convivirse con el riesgo.

Efectivamente, el riesgo cero no existe. Sin embargo, ello no implica que deba incrementarse hasta convertirlo en incertidumbre.

Por otro lado, ante ese riesgo inevitable de todo proyecto, disponer de protección puede suponer un incentivo para asumir más, lo que remite al riesgo moral. Citando a Eyre (2004) *“el peligro de que al proporcionar protección o seguro frente a la posibilidad de que se produzca un suceso aumente la probabilidad de que éste se produzca, pues da lugar a un comportamiento más arriesgado”*.

Puede incluso, producirse la circunstancia, aparentemente contradictoria, pero que encierra una gran perversión en su planteamiento, de que el mayor riesgo que pueda tener una entidad de gran tamaño, sea valorado positivamente por el mercado. Como exponen Gottlieb, Impavido e Ivanova (2012), *“una institución que es considerada demasiado grande para quebrar o tiene demasiadas relaciones con otras instituciones financieras (demasiado interconectada para quebrar) se beneficia de costos de financiamiento artificialmente bajos ya que los inversionistas presuponen que será rescatada por el Estado en caso de insolvencia”* Y este subsidio implícito puede incentivar a algunas entidades a crecer, con los riesgos explícitos e implícitos que ello conlleva.

7. Discusión y conclusiones

7.6.8 Legitimidad para regular

Como ya hemos manifestado, entendemos que existe legitimidad para instituir una determinada regulación, en beneficio del bien común, con su correspondiente supervisión. Esta regulación no debe interferir la libre competencia y debe velar por la mayor estabilidad económica, nacional e internacional.

Existe legitimidad para regular, en beneficio del bien común. El esfuerzo que el sistema económico debe hacer para reparar los daños causados por riesgos inadecuados en ambos sectores puede ser excesivo, por lo que es pertinente determinar actuaciones previas a cualquier eventual desajuste, estableciendo límites, controles y costes añadidos en ciertas operaciones.

La supervisión, que esta tesis entiende necesaria y legítima, debe fundamentarse en criterios universales, basados en el bien común y en la persona como centro de todo beneficio derivado de las actividades económicas.

7.7 A modo de conclusión final

Queremos finalizar estas conclusiones, fundamentadas en la investigación llevada a cabo en esta tesis, así como en la interpretación de la información recopilada y en el criterio aplicado, reproduciendo literalmente la frase que pronunció Rafael Termes (2003) como conclusión de su disertación en la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas, que compartimos en su totalidad, aplicándola en esta investigación a los sectores financiero e inmobiliario:

“Si el modelo de gobierno corporativo, incluyendo la manera de establecer los objetivos y el sistema de remuneración, está basado exclusivamente en la motivación extrínseca (dinero) que no puede ignorarse, pero olvidando la motivación intrínseca (satisfacción por la obra realizada) y la trascendente (servicio a los demás) habremos vulnerado la verdad sobre el fin de la empresa, como comunidad humana, y habremos, tal vez, contribuido a destruir la calidad ética de las personas que en ella trabajan”.

Capítulo 8

Líneas futuras de investigación

8. Líneas futuras de investigación

La investigación que ha supuesto este trabajo y la información que incorpora motivan la proposición de nuevas líneas de estudio, o el desarrollo de algunas ya iniciadas en esta tesis.

El funcionamiento de los sectores financiero e inmobiliario, en su autonomía y en su vinculación, con los procesos y los objetivos que animan sus inversiones, es uno de los ámbitos de estudio en los que se pretende continuar trabajando a partir de la documentación que contiene la presente tesis.

Las posibilidades de nuevas fuentes de financiación, con especial interés en el estudio de la denominada “banca en la sombra” y las posibilidades de emisión de titulización como autofinanciación de organizaciones de todos los sectores económicos, son también objetivos de futuro desarrollo.

Se propone también, como línea de trabajo a seguir, el estudio de la implantación del compromiso ético en las personas a través de la formación en escuelas y universidades, así como en el desarrollo de carreras profesionales y el perfeccionamiento de técnicas, en el seno de las propias organizaciones empresariales del sector financiero e inmobiliario.

En definitiva, se pretende considerar la información y criterio que contiene esta tesis, no solamente como punto de partida de nuevos estudios, sino también, y muy especialmente, como herramienta, en todo momento mejorable, que permita interpretar nuevos procesos o analizar nueva documentación.

Capítulo 9

Referencias bibliográficas

9. Referencias bibliográficas

Akerlof, G. A. (1970). "The market for 'Lemons': Quality uncertainty and the market mechanism". *The Quarterly Journal of Economics*; Vol. 84, n.º 3 (Aug., 1970), pp. 488-500.

Alález, R. (2009). "El origen de las turbulencias financieras: 'éxito' de la política monetaria y una dosis de 'buena suerte'". *Cuadernos Europeos de Deusto*, 40, pp. 15-32.

Albarrán Lozano, I. (2000). "La actividad aseguradora: importancia, revisión e integración de conceptos fundamentales". *Documentos de trabajo de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales*, n.º 22. Universidad Complutense de Madrid, Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales.

Alegre, J. M. R. (2008). "El papel del modelo de 'originar para distribuir' en la crisis financiera de 2007". *Estabilidad Financiera*, (15).

Alonso, B. F., y González, E. V. (2007). "Representatividad, conservadurismo y exceso de confianza: evidencia de racionalidad limitada del inversor". *Decisiones basadas en el conocimiento y en el papel social de la empresa: XX Congreso anual de AEDEM* (p. 6). Asociación Española de Dirección y Economía de la Empresa (AEDEM).

Álvarez, J. A. M., y Martos, D. G. (2014). "Auge y crisis del sector inmobiliario reciente: interrelación con la política económica". *Documentos-Instituto de Estudios Fiscales*, (5), 1-68.

Antelo, M., y Peón, D. (2011). "Conocimiento financiero: ardua tarea para los inversores". *Bolsa de Madrid*, (190), 64-74.

Aragónés, J. R., y Mascareñas, J. (1994). "La eficiencia y el equilibrio en los mercados de capital". *Análisis financiero*, 64, 76-89.

Arbeláez Zapata, J. C., y Maya Ochoa, C. (2008). "Valoración de Credit Default Swaps (CDS): una aproximación con el método Monte Carlo". *Cuadernos de administración*, 21(36).

Arce, O., Ispuerto, A., y Martín, R. (2012). "Hacia mercados secundarios de titulización líquidos y eficientes". *Estabilidad Financiera*, 22, 75-98.

Argandoña, A. (1994). "La enseñanza de la ética de la empresa". *Anuario Filosófico*, 1994 (27), 745-761. Universidad de Navarra.

Argandoña, A. (2002). "Conferencia de clausura pronunciada en la X Conferencia Anual de Ética, Economía y Dirección. Madrid, 14 junio 2002". Reproducido en el documento "Ética y responsabilidad social de la empresa: ¿Cuáles son los retos?". *Occasional Paper*, n.º 03/9 Enero, 2003. IESE Business School - Universidad de Navarra.

Argandoña, A. (2003). "La teoría de la acción y la teoría económica". N.º D/484. IESE Business School.

Argandoña, A. (2004). "Por qué las empresas han de ser éticas... Y por qué muchas veces no lo son". *Occasional Paper*, n.º 05/4. IESE Business School - Universidad de Navarra.

Argandoña, A. (2010). "La dimensión ética de la crisis financiera". N.º D/872. IESE Business School.

9. Referencias bibliográficas

Arrow, K. J. (1963). "Uncertainty and the welfare economics of medical care". *The American economic review*, 941-973.

Ashcraft, A. B., y Schuermann, T (2008). "Understanding the securitization of subprime mortgage credit". *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n.º 318. Nueva York, Federal Reserve Bank of New York.

Asociación Española de Banca AEB (2015). "Estados Financieros Públicos". Disponible en <http://www.aebanca.es/es/EstadosFinancieros/index.htm>

Asociación Hipotecaria Española AHE (2013). "Resumen elaborado por la AHE del estudio 'la tasación de bienes con fines hipotecarios'". Federación Hipotecaria Europea, febrero de 2013 Disponible en <http://www.ahe.es/bocms/images/bfilecontent/2008/04/22/2639.pdf?version=17>

Asociación Hipotecaria Española AHE (2015a). "Estadística de títulos hipotecarios Julio/2015". Disponible en <http://www.ahe.es/bocms/sites/ahenew/estadisticas/titulos-hipotecarios/archivos/titulos-hipotecarios-jun-15.pdf>

Asociación Hipotecaria Española AHE (2015b). "Boletín informativo trimestral (2015 Julio)". Disponible en <http://www.ahe.es/bocms/sites/ahenew/estadisticas/boletin-estadistico/archivos/Boletin-trimestral-AHE-1T2015.pdf>

Asociación Hipotecaria Española AHE (2015c). "Informe económico Asamblea General de la Asociación Hipotecaria Española Junio/2015". Disponible en <http://www.ahe.es/bocms/sites/ahenew/informes/ahe/archivos/informe-economico-asamblea-general-2015.pdf>

Aspachs-Bracons, O. (2009). "Consecuencias económicas de los ciclos del precio de la vivienda". *Documentos de economía "La Caixa"*, (12), 1.

Bachelier, L. (1900). *Théorie de la spéculation*. Gauthier-Villars. Tesis doctoral en Sciences Mathématiques, publicada en *Annales de l'École Normale Supérieure*, tomo 17, 21-86.

Banco de España (2011). Circular n.º 2/2011, de 4 de marzo Entidades de crédito Coeficiente de financiación mayorista. Disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SJU/normativa/circulares/c-2-2011.pdf>

Banco de España (2012). *Guía para la elaboración de la matriz de riesgos*. Disponible en http://www.bde.es/f/webbde/INF/MenuVertical/Supervision/transparencia/ficheros/Guia_para_la_elaboracion_de_la_matriz_de_riesgos_ESP.PDF

Banco de España (2013). *Guía de acceso al préstamo hipotecario*. Disponible en http://www.bde.es/bde/es/secciones/informes/Folletos/guia_de_acceso_a/

Banco de España (2015a). *Estadísticas. 1.6 Indicadores del mercado de la vivienda*. Disponible en http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/si_1_6.pdf. Acceso 18 junio 2015.

Banco de España (2015b). "Boletín estadístico. Entidades de crédito y EFC 4.18 (1ª parte)". Disponible en <http://www.bde.es/webbde/es/estadis/infoest/a0418.pdf>

Banco Central Europeo (2014). *Guía de supervisión bancaria, Septiembre 2014*. Disponible en <https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssmguidebankingsupervision201409es.pdf>

9. Referencias bibliográficas

- Betrán Abadía, R. (2011). “Sobre vivienda, urbanismo y ciudad”. *Acciones e investigaciones sociales*, (21), 5-58.
- Beyer, K. M., y Bräutigam, L. (2013). “CDOs—A Critical Phenomenon of the Financial System in the Crisis”. *ICAE Working Paper Series*, n.º 21.
- Benviste, L. M. y Berger, A. N. (1987). “Securitization with recourse”. *Journal of Banking and Finance*, 11, 403-424.
- Blanco, S. y Carvajal P. (2000). “Evolución del proceso de titulización en España”. Documento de trabajo. Universidad Complutense de Madrid.
- BNP Paribas (2007). Nota de prensa 09/08/2007. Disponible en <http://www.bnpparibas.com/en/news/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporaly-suspends-calculation-net-asset-value-fo>
- Bolsas y Mercados Españoles (2006). *El Mercado de Renta Fija en 2006*. Disponible en <http://www.uv.es/ecglez/albacete/tema%205/datos%20titulizacion%20aiaf%2006%20personalizado.pdf>
- Box, G. E. (1979). “Robustness in the strategy of scientific model building”. *Robustness in statistics*, 1, 201-236.
- Brealey, R. A., y Myers, S. C. (1988). *Fundamentos de financiación empresarial*. McGraw-Hill, 1.ª edición.
- Brunnermeier, M. K. (2008). “Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08”. National Bureau of Economic Research. N.º w14612.
- Burns, A. F., y Mitchell, W. C. (1946). *Measuring business cycles*. NBER Books.
- Calvo, A., Parejo, J. A., Rodríguez, L., y Cuervo, A. (2010). *Manual del sistema financiero español*. Ariel.
- Calatayud, F. P. (1996). “Innovación financiera, costes de transacción y teoría de agencia”. *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 2(1), 47-58.
- Cañibano, L., y Herranz, F. (2008). “Crisis, NIC y valor razonable”. *Revista Consejeros*, 14-19.
- Caprio, G., Demirgüç-Kunt, A., y Kane, E. J. (2008). “The 2007 meltdown in structured securitization: searching for lessons, not scapegoats”. *World Bank Policy Research Working Paper No. 4756*.
- Caridad, J. M., y Garza, O. P. B. (1997). “El precio de la vivienda urbana. La disyuntiva superficie/ubicación: una ampliación”. I Congreso de Ciencia Regional de Andalucía: Andalucía en el umbral del siglo XXI, España.
- Carmona, A. C. (1997). *Toma de decisiones: análisis y entorno organizativo*. Universitat Politècnica de Catalunya.
- Casasnovas, G. L. (2012). “El sector inmobiliario en el actual escenario macroeconómico”. Barcelona Meeting Point.

9. Referencias bibliográficas

Case, B., Goetzmann, W. N., y Rouwenhorst, K. G. (2000). "Global real estate markets-cycles and fundamentals". National Bureau of Economic Research. N.º w7566.

Case, K. E., Quigley, J. M., y Shiller, R. J. (2005). "Comparing wealth effects: the stock market versus the housing market". *Advances in macroeconomics*, 5(1).

Catarineu, E., y Pérez, D. (2008). "La titulización de activos por parte de las entidades de crédito: el modelo español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial". *Estabilidad financiera*, 14, Banco de España, 88-121.

Cerezo, M. A. P., Castellanos, A. R., y Hernández, F. I. (2011). "Determinantes de la prima de riesgo en las emisiones de bonos de titulización hipotecaria en España (1993-2011)". *Documentos de Trabajo FUNCAS*, (649), 1.

Cilveti, I. A. (2009). "La cesión de créditos hipotecarios: régimen jurídico, obstáculos y soluciones". *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 23-2009.

CNBC (2012). "Remembering the Crash of '87. Robert Hum 19 Oct 2012". Disponible en <http://www.cnbc.com/id/100104087>

CNMV (2007). "Folleto Informativo OPV Realia". Disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/Consultas/Folletos/FolletosEmisionOPV.aspx?fechaDesde=01/01/2007&fechaHasta=31/08/2007&page=6>

CNMV (2015). Disponible en el sitio web: <http://www.sicom.cat/blog/wp-content/uploads/2015/04/Informe-Banco-de-Espa%C3%B1a-1212071-BdE.pdf>

Coase, R. H. (1937). "The nature of the firm". *Economica*, 4(16), 386-405.

Confederación Española de Asociaciones de Fabricantes de Productos de Construcción. CEPCO (2015). "Datos de producción y consumo de cemento". Disponible en http://www.cepco.es/noticia.asp?id_rep=5707

Conte, I. C. (2014). "Las burbujas en la crisis financiera". *Revista Icade. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (91), 31-58.

Contreras, E. (2009). "Análisis de riesgo e incertidumbre". Comisión Económica para América Latina (CEPAL). Disponible en <http://www.cepal.org/ilpes>

Cortés, J. C. G. (1999). "La responsabilidad médica y el consentimiento informado". *Rev Med Uruguay*, 15(1), 5-12.

Criado, S., y Van Rixtel, A. (2008). *La financiación estructurada y las turbulencias financieras de 2007-2008: Introducción General*. Documentos Ocasionales n.º 0808. Banco de España.

Crowe, C., Dell'Araccia, G., Igan, D., y Rabanal, P. (2013). "How to deal with real estate booms: lessons from country experiences". *Journal of Financial Stability*, 9(3), 300-319.

Cuadrado Pérez, C. (2014). *La cesión de créditos*. Librería-Editorial Dykinson.

Damasio, H., et al. (1994). "The return of Phineas Gage: clues about the brain from the skull of a famous patient". *Science*, 264(5162), 1102-1105.

9. Referencias bibliográficas

- De Blas, C. G., Pueyo, J. G., y Fresán, M. V. V. (2011). “Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones”. *Documentos de trabajo (CNMV)*, (50), 1-62.
- De Codes Elorriaga, E. R. (2010). “Las nuevas medidas de Basilea III en materia de capital”. *Estabilidad financiera*, (19), 9-20.
- De Haro, F. A. (2006). “Ética y estética de la conducta en los manuales de buenas maneras españoles”. *Política y sociedad*, 43(3), 89-104.
- De Lara Haro, A. (2005). *Medición y control de riesgos financieros*. Editorial Limusa.
- De Lis, S. F., y Mora, A. G. (2008). “Algunas implicaciones de la crisis financiera sobre la banca minorista española”. *Estabilidad financiera*, 15, 11/2008, pp. 55-72. BDE. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/08/Nov/Fic/ief0415.pdf>
- Del Brío, E. (1999). *Efectos de la asimetría informativa sobre la hipótesis de eficiencia. Análisis del comportamiento de los iniciados en el mercado de valores español*. Tesis doctoral, Universidad de Salamanca.
- Dodd, R. (2010). “Transacciones poco transparentes”. *Finanzas y desarrollo: publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial*, 47(1), 1-3.
- Donahoo, K. K. y Shaffer, S. (1991). “Capital requirements and the securitization decision”. *Quarterly Review of Economics and Business* 4, 12-23.
- El Economista (2014). “Cotizaciones de los CDS de deuda soberana y de grandes compañías españolas al cierre de la sesión del día 31/01/2014”.
- Eisenhardt, K. M. (1989). “Agency theory: An assessment and review”. *Academy of management review*, 14(1), 57-74.
- Expansión (2015). Periódico *Expansión*, lunes 30 de marzo de 2015, p. 30. Año XXIX | n.º 8.672. Edición Catalunya.
- Eyre, J. (2004). “Enfoque regulatorio en un mundo de riesgo no-cero”. *Estabilidad financiera*, (7), 127-140.
- Fama, E. F. (1970). “Efficient capital markets: A review of theory and empirical work”. *The journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fernández Gallardo, P. (2009). “El secreto de Google y el álgebra lineal”. *Boletín SEMA*, (30).
- Fernández, F. J. S., y Rodríguez, M. M. (2000). “Las participaciones empresariales de la banca y las cajas de ahorros españolas, 1992-1998”. *Papeles de economía española*, 222-236.
- Fernández, P. (2011). “Apuntes y preguntas sobre la ‘crisis’ en España”. Documento de trabajo de la Cátedra Price Waterhouse Coopers de Corporate Finance del IESE Business School. Universidad de Navarra. Pamplona. España.
- Fernández, P. (2012). “First Question About the Crisis in Spain (Primera pregunta sobre la crisis de España)”. Disponible en SSRN 2040800.

9. Referencias bibliográficas

Fernández, P. (2014). “CAPM: un modelo absurdo (CAPM: An Absurd Model)”. Disponible en SSRN 2499455.

Financial Times (2007). Michiyo Nakamoto July 9, 2007. Disponible en <http://www.ft.com/cms/s/0/80e2987a-2e50-11dc-821c-0000779fd2ac.html>

Fitch Ratings (2006). “Fondo Ahorro y Titulización (AyT) Club de Fútbol I, FTA emitido por Sociedad Regional de Coordinación Financiera con las Empresas Públicas de la Comunidad Autónoma de Cantabria, S. L., AyT Club de Fútbol I: August 2006”.

Fontrudona, J. P., y Argandoña, A. (2011). “Una visión panorámica de la ética empresarial”. *Universia Business Review*, (30), 12-21.

Freixas, X. (1990). “Fundamentación teórica de la regulación de los mercados financieros”. *Moneda y Crédito: Revista de Economía*, (190), 11-40.

Freixas, X. (1993). “La titulización y el mercado de crédito hipotecario”. *Perspectivas del Sistema Financiero*, 44, 53-59.

Freixas, X. (1999). “El prestamista en última instancia en el entorno financiero actual”. *Els Opuscles del CREI*. CREI, Centre de Recerca en Economia Internacional, Generalitat de Catalunya i Universitat Pompeu Fabra.

Fundación de Estudios Financieros (2009). “El sistema bancario español ante el nuevo entorno financiero”. *Papeles de la Fundación*, 28. Fundación de Estudios Financieros.

Galera, A. N., y López, M. D. C. P. (2009). “La repercusión del valor razonable de los bienes inmuebles en la utilidad de los estados financieros: una nota de investigación”. *Revista de Contabilidad*, 12(1), 141-161.

Galbraith, J. K. (1991). *Breve historia de la euforia financiera*. Barcelona: Ariel. Traducción del original *A short history of financial euphoria*. Penguin (1990).

Gallego, F. E. (2007). “Herbert A. Simon y la economía organizacional”. *Cuadernos de Economía*, 26(46), 169-199.

García, Á. C. (1991). “Los grupos empresariales bancarios”. *Papeles de economía española*, (49), 237-245.

García, Á. C. (1995). “La dirección estratégica de la empresa”. En J. E. Navas López (coord.). *Dirección de empresas de los noventa: homenaje al profesor Marcial-Jesús López Moreno*. Editorial Civitas.

García-Ochoa, M. (1999). “Alianzas estratégicas como forma de cooperación entre empresas: Un estudio empírico de la realidad española”. *Icade: Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (48), 347-352.

Gavidia Sánchez, J. V. (1992). “Sistemas germánicos de cesión de créditos”. *Anuario de derecho civil*, 45(II), 535-650.

Geidosch, M. (2014). “Asset correlation in residential mortgage-backed security reference portfolios”. *The Journal of Credit Risk*, 10(2), 71.

9. Referencias bibliográficas

- Gómez-Bezares, F., Madariaga, J. A., y Santibáñez, J. (2000). “Algunas relaciones interesantes entre inversión y financiación”. *Harvard-Deusto finanzas y contabilidad*, 37, 48-59.
- Gómez-Puig, M. (2007). *Introducción a la macroeconomía*. Universitat de Barcelona.
- Goodall, B. (1977). *La economía de las zonas urbanas*. Colección Nuevo Urbanismo. Madrid: Instituto de Estudios de Administración Local.
- Goodhart, C. A. (1999). “Central bankers and uncertainty”. *Proceedings-British Academy*, Vol. 101, pp. 229-272. Oxford University Press.
- Goodhart, C. (2011). “¿Es un sistema financiero menos procíclico una meta alcanzable?”. *Revista Estudios Económicos*, 21, 9-22.
- Gottlieb, G., Impavido, G., e Ivanova, A. (2012). “Impuestos al sector financiero: muchas autoridades europeas comienzan a interesarse en ampliar los impuestos al sector financiero”. *Finanzas y desarrollo: publicación trimestral del Fondo Monetario Internacional y del Banco Mundial*, 49(3), 44-47.
- Greenbaum, S., y Thakor, A. (1987). “Bank funding models: Securitization versus deposits”. *Journal of Banking and Finance*, 11, 379-401.
- Grillet-Aubert, L. (2010). “Equity trading: a review of the economic literature for the use of market regulators”. *AMF. Working papers*, n.º 9 - June 2010. Autorité des Marchés Financiers.
- Grossman, S. J., y Stiglitz, J. E. (1980). “On the impossibility of informationally efficient markets”. *The American Economic Review*, 393-408.
- Gual, J. (2009). “El carácter procíclico del sistema financiero”. *Revista de Estabilidad Financiera*, 16. Banco de España.
- Handke, M. (2014). “Riesgos Sistémicos en la Crisis Inmobiliaria y Financiera en España”. *AIOS*, n.º 1, julio a diciembre de 2014.
- Herring, R. J., y Wachter, S. M. (1999). “Real estate booms and banking busts: an international perspective”. *The Wharton School Research Paper*, 99-27.
- Hidalgo, H. R. (2012). “Las permutas por incumplimiento de pago del deudor y las agencias de calificación de riesgo: ante un replanteamiento regulatorio y normativo globalizado”. *Revista Nacional de Administración*, 3(1), 7-36.
- Hölmstrom, B. (1979). “Moral hazard and observability”. *The Bell journal of economics*, 74-91.
- Hull, J. (2012). *Options, Futures and other Derivatives*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Hull, J. (2013). “The Credit Crisis of 2007 and its Implications for Risk Management”. *Global Asset Management: Strategies, Risks, Processes, and Technologies*, 93.
- Instituto de Estudios Económicos (2014). “El sector inmobiliario en España”. Asprima. Disponible en http://www.cenavarra.es/documentos/ficheros_comunicacion/sectorinmobiliario.pdf

9. Referencias bibliográficas

Intermoney Titulización SGFT SA (2013). Blog IM Titulización. Disponible en (http://www.imtitulizacion.com/blogimt/archivos/Doc_Adicional_Modif_Hipotecaria_ESP.pdf)

International Monetary Fund (2008). “Valuation and Disclosure of Complex Structured Finance Product”. Disponible en <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2008/01/pdf/chap2.pdf>

International Monetary Fund (2009). “Restarting securitization markets: Policy proposals and pitfalls”. Disponible en <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2009/02/pdf/chap2.pdf>

James, C. (1988). “Loan Sales and Standby Letters of Credit”. *Journal of Monetary Economics* 22, 395-422.

Jiménez, L. M., y De La Torre, C. (1998). “Valoración de riesgos de un proyecto utilizando el proceso jerárquico de análisis”. Área de Matemáticas, Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales (Toledo), Universidad de Castilla, La Mancha, España. Asociación española de profesores universitarios de matemáticas para la economía y la empresa, ASEPUMA.

Joslin, A. (2005). “An investigation into the expression of uncertainty in property valuations”. *Journal of Property Investment & Finance*, 23(3), 269-285.

Hoyt, H. (1933). *One Hundred Years of Land Values in Chicago*. Chicago, Illinois: The University of Chicago Press.

Kane, E. (2004). “Regulación financiera y redes de seguridad bancaria: una comparación a escala internacional”. *Papeles de Economía Española*, 101, pp. 34-63.

Kindleberger, C. P (1991). *Manías, pánicos y cracs: historia de las crisis financieras*. Ariel, 1.^a edición, octubre 1991. Traducción de *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises* (1978). Nueva York: Palgrave Macmillan (sixth edition, 2011).

Klein, Daniel B. (2002). “The Demand for and Supply of Assurance”. En T. Cowen y E. Crampton (eds.). *Market failure or success: the new debate*. Cheltenham, UK: Edward Elgar. 172-192.

Knight, F. (1921). *Risk, Uncertainty, and Profit* [Versión electrónica]. Boston, MA: Hart, Schaffner y Marx. Edición española: *Riesgo, Incertidumbre y Beneficio*. Traducción de Manuel Torres. Madrid: Aguilar, 1947.

Kohlberg, L. (1987). “El enfoque cognitivo-evolutivo de la educación moral”. En J. A. Jordán y F. F. Santolaria (eds.). *La educación moral hoy. Cuestiones y perspectivas*. Barcelona: PPU, pp. 85-114.

Kondratieff, N. D. (1935). “The Long Waves in Economic Life”. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 17, n.º 6, pp. 105-115.

Koslowski, P. (2012). “El valor de asumir y evitar riesgos”. En VVAA. *Valores y ética para el siglo XXI*. BBVA.

Kostolany, A. (1985). *El fabuloso mundo del dinero y la bolsa*. Editorial Planeta.

Kostolany, A. (1987). *Estrategia bursátil: la mejor guía para inversores y especuladores*. Editorial Planeta.

9. Referencias bibliográficas

- Krugman, P., Olney, M. L., y Wells, R. (2008). *Fundamentos de economía*. Reverté.
- Krugman, P. (2009). “¿Cómo pudieron equivocarse tanto los economistas?”. *Apuntes del CENES*, 28(47), 185-194.
- Kuznets, S. S. (1967). *Secular movements in production and prices: their nature and their bearing upon cyclical fluctuations*. AM Kelley.
- Leamer, E. E. (2007). “Housing is the business cycle”. National Bureau of Economic Research. N.º w13428.
- Lefèvre, E. (2009). *Memorias de un operador de bolsa*. Deusto Ediciones.
- Leung, C. K. Y., Cheung, W. Y., y Tang, C. (2011). “Financial Crisis and the Comovements of Housing Sub-markets: Do relationships change after a crisis?”. *International Real Estate Review*, 16(1), 68-118.
- Levine, R. (1997). “Desarrollo financiero y crecimiento económico: Enfoques y temario”. *Journal of economic Literature*, 35, 688-726.
- Lewis, M. (1994). *El póquer del mentiroso: los años ochenta en Wall Street y Londres*. Planeta-De Agostini.
- López, E. R., y Hernández, I. L. (2011). “Del auge al colapso. El modelo financiero-inmobiliario de la economía española (1995-2010)”. *Revista de economía crítica*, (12), 39-63.
- Losada, R. (2006). *Estructuras de titulización: características e implicaciones para el sistema financiero*, monografía n.º 14, octubre. Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- Malkiel, B. G. (1999). *A random walk down Wall Street: including a life-cycle guide to personal investing*. Nueva York: W.W. Norton & Company. Edición española: *Un paseo aleatorio por Wall Street* (1992). Alianza Editorial.
- Manzano, M. C. (2007). “La evolución de las operaciones de leveraged buy out y su financiación: posibles implicaciones para la estabilidad financiera”. *Revista de Estabilidad Financiera*, 35-52.
- Martín Fernández, M. (2008). “La crisis financiera: causas y soluciones”. Audit Annual Update, KPMG. Asociación Española de Banca.
- Martín, M. D. R. M. (2011). “La titulización en Europa durante la crisis”. *Documentos de trabajo (CNMV)*, (49), 1-60.
- Martín, M. D. R. M. (2012). “La titulización en España: pasado, presente y ¿futuro?”. *Cuadernos de Información económica*, (231), 101-106.
- Martín, M. D. R. M. (2014). “Análisis de los fondos de titulización españoles: características en el momento de su constitución y comportamiento durante los años de la crisis”. *Documentos de trabajo (CNMV)*, (57), 1-67.
- Martínez Escribano, C. (2014). “La depreciación del inmueble en la ejecución hipotecaria: tensiones entre acreedor y deudor y las últimas reformas legales (Property’s depreciation in

9. Referencias bibliográficas

home foreclosure: tensions between creditor and debtor and the last legal reforms)”. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, 2.

Masgrau, E. G. (2005). “El apalancamiento financiero: de cómo un aumento del endeudamiento puede mejorar la rentabilidad financiera de una empresa”. *Revista de Contabilidad y Dirección*, 2, 71-91.

Mateu, G., Molina, A., Monzani, L., y Navarro, R. M. (2014). “Racionalidad y emociones: investigación en neuroeconomía”. *Investiga. TEC*, (20), 19-23.

Mayes, D. G. (2000). “A More Market Based Approach to Maintaining Systematic Stability”. *Financial Services Authority Occasional Paper Series*, (10).

Mayerson A. J. (1969). “Ensuring the Solvency of Property and Liability Insurance Companies”. En S. L. Kimball y H. S. Denenberg (eds.). *Insurance, Government and Social Policy: Studies in Insurance Regulation*. Nueva York: Ed. Huebner Foundation for Insurance Education, pp. 146-190.

Meltzer, A. H. (2009). “End Too-Big-to-Fail”. *The International Economy*, 23(1), 49.

Merton, R. C. (1974). “On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates”. *The Journal of Finance*, 29(2), 449-470.

Mian, A., y Sufi, A. (2008). “The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the 2007 mortgage default crisis”. National Bureau of Economic Research. N°. w13936.

Ministerio de Fomento (2012). “Claves del sector inmobiliario español. El ajuste del sector inmobiliario español. Enero 2012”. Disponible en http://www.fomento.gob.es/NR/rdonlyres/885AC2DF-7007-4B27-85E7-684C47F60435/109401/AjoinmobEsp_ENE2012.pdf

Ministerio de Fomento (2015a). “Estadística del valor tasado de la vivienda”. Disponible en <http://www.fomento.es/NR/rdonlyres/851b42c1-7c61-4dfe-b4fc-edf24274d645/131075/150601NPEstadisticavalortasadovivienda1T2015.pdf>

Ministerio de Fomento (2015b). “Estadística de precios de suelo urbano”. Disponible en <http://www.fomento.es/BE2/?nivel=2&orden=36000000>

Ministerio de Fomento (2015c). “Estadística de precios de suelo correspondiente al segundo trimestre de 2015”. Disponible en <http://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/mfom/Paginas/2015/150915preciosuelo.aspx>

Minsky, H. P. (1982). “The Financial Instability Hypothesis: Capitalistic Processes and the Behavior of the Economy”, en Kindleberger y Laffargue (eds.): *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge U. P. Edición española, “La hipótesis de la inestabilidad financiera”, Cuadernos ICE, n° 30, 97-107 (1985).

Mirrlees, J. A. (1971). “An exploration in the theory of optimum income taxation”. *The review of economic studies*, 175-208.

Mirrlees, J. A. (1999). “The theory of moral hazard and unobservable behaviour: Part I”. *The Review of Economic Studies*, 66(1), 3-21.

9. Referencias bibliográficas

- Mises, L. V. (1936). *Teoría del dinero y del crédito*. Traducción de Antonio Riañe. Madrid: M. Aguilar Editor.
- Mises, L. V. (1949). *Human action*. Ludwig von Mises Institute. Edición española: *La acción humana: Tratado de economía*, 5.ª edición, 1995. Traducción de J. Reig Albiol. Madrid: Unión Editorial.
- Mochón, F. (1990). *Economía, teoría y política*. 2.ª edición, 1997. McGraw-Hill Interamericana de España.
- Moneo Abreu, Rafael (2008). Real State Weblog. Instituto de Empresa. Disponible en <http://realstate.blogs.ie.edu/2008/12/01>
- Montalvo, J. G. (2009). “Financiación inmobiliaria, burbuja crediticia y crisis financiera: lecciones a partir de la recesión de 2008-09”. *Papeles de Economía Española*, 122, 66-85.
- Montalvo, J. G. (2014). “Crisis financiera, reacción regulatoria y el futuro de la banca en España”. *Estudios de economía aplicada*, 32(2), 2-32.
- Montoya, P. (2007). *Gestión de promociones inmobiliarias*. Díaz de Santos.
- Naredo, J. M., Carpintero, Ó., y Marcos, C. (2005). *Patrimonio inmobiliario y balance nacional de la economía española (1995-2007)*. Fundación de las cajas de ahorros (FUNCAS).
- Navarrete, R. A. (2009). “Efecto riqueza a partir de la revalorización de los activos inmobiliarios: análisis y evidencia empírica para el caso español”. *Análisis Económico*, 24(55), 7-28.
- Osuna, J. M. F., y Almirall, P. G. (2008). “La incidencia de las externalidades ambientales en la formación espacial de valores inmobiliarios: el caso de la región metropolitana de Barcelona”. *ACE: architecture, city and environment*, (6), 673-692.
- Pagés, J. M., y Maza, L. A. (2003). “Análisis del precio de la vivienda en España”. *Documentos de trabajo del Banco de España*, (7), 7-48.
- Pascuchi, J. F., y Alonso, A. G. (1999). *Libro blanco del sector inmobiliario*. Fundación de Estudios Inmobiliarios. Ministerio de Fomento.
- Pastor, A. (1999). “Burbujas especulativas y crisis cambiarias: revisión, prevención y cura”. Barcelona, CREI, Universitat Pompeu, Fabra, 24. Versión revisada del trabajo presentado en la 2ª Jornada sobre Nuevas Fronteras de la Política Económica, el 2 de junio de 1999.
- Pavel, C. A., y D. Phillis (1987). “Why commercial banks sell loans: An empirical analysis”. *Economic Perspectives* 11, 3-14.
- Pazos, J. (2009). “Los estructurados y la crisis”. *Economía Exterior*, (48), 67-77.
- Pérez, R. G. (1999). *Ética empresarial: teoría y casos* (Vol. 3). Ediciones Rialp.
- Polo, M. P. R. (2009). “Eficacia de la cesión frente al deudor cedido: las condiciones del pago liberatorio”. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, (2), 631.

9. Referencias bibliográficas

- Popper, Karl R. (2005). *El mito del marco común. En defensa de la ciencia y la racionalidad*. Ediciones Paidós Ibérica. Colección Surcos 8. 1.ª edición, 1997. Original en inglés, 1994, *The myth of the framework. In defence of science and rationality*.
- Porter, M. (1980). *Competitive strategy: Techniques for analysing industries and competitors*. Nueva York: The Free Press. Edición española: *Estrategia competitiva: técnicas para el análisis de los sectores industriales y de la competencia*. CECSA. 11.ª edición, noviembre 1989.
- Porter, M. (1985). *Competitive advantage: Creating and sustaining superior performance*. Nueva York: The Free Press. Edición española: *Ventaja competitiva: creación y sostenimiento de un desempeño superior*. CECSA. 4.ª impresión, noviembre 1989.
- Posner, R. A. (2009). *A Failure of Capitalism. The Crisis of '08 and the Descent into Depression*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Prado, M. M. L., e Illera, C. R. (2013). *Invertir en Hedge Funds: Análisis de su estructura, estrategias y eficiencia*. Ediciones Díaz de Santos.
- PricewaterhouseCoopers (2012). “PWC Temas candentes del sector inmobiliario español”. Disponible en <https://www.pwc.es/es/publicaciones/construccion-inmobiliario/assets/temas-candentes-sector-inmobiliario-2012.pdf>
- Prieto, A. F. P. (1988). “Cesión de créditos”. *Anuario de derecho civil*, 41(4), 1033-1132.
- Pueyo, J. G. (2011). “La negociación de alta frecuencia y sus efectos sobre los mercados secundarios”. *Boletín de la Comisión Nacional del Mercado de Valores*. Trimestre II. 2011.
- Purnanandam, A. (2011). “Originate-to-distribute model and the subprime mortgage crisis”. *Review of Financial Studies*, 24(6), 1881-1915.
- RAE (2001). *Diccionario de la lengua española*. Real Academia Española (RAE). 22.ª edición. Editorial Espasa Calpe.
- Ramírez, J. P. (2002). “Los derivados de crédito”. *Estabilidad financiera*, (3), 59-84.
- Rayón, E. L., y Fernández, P. L. (2012). “Operativa, Liquidaciones y Tendencia de Supervivencia en el sector de los hedge funds”. *Análisis financiero*, (119), 28-44.
- Redondo, J. F. B. (2011). “Detección de burbujas inmobiliarias: el caso español”. *Contribuciones a la Economía*, 2011-05.
- Reinhart, C. M., y Rogoff, K. S. (2008). “This time is different: A panoramic view of eight centuries of financial crises”. National Bureau of Economic Research. N.º w13882.
- Reinhart, C. M., y Rogoff, K. (2011). *Esta vez es distinto: ocho siglos de necesidad financiera*. Fondo de Cultura Económica. 1.ª edición. Primera edición en inglés (2009) *This time is different: eight centuries of financial folly*. Princeton University Press.
- Rivera Godoy, J. A. (2002). “Teoría sobre la estructura de capital”. *Estudios gerenciales*, 18(84), 31-59.

9. Referencias bibliográficas

Roberts, H. (1967). "Statistical versus Clinical Prediction of the Stock Market". Manuscrito no publicado, Center for Research in Security Prices, University of Chicago. Citado por Brealey y Myers (1988).

Rodríguez Boix, Francisco (2008). "La notificación al deudor de la cesión del crédito hipotecario después de la ley 41/2007, de 7 de Diciembre." Artículos doctrinales. Disponible en <http://www.notariosyregistradores.com/doctrina/ARTICULOS/mercadohipotecario/cesioncredit os-notificacion.htm>

Rojo, L. A. (1988). "Incertidumbre financiera y desequilibrios económicos". *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, n.º 65, pp. 109-122. Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Ross, S. A. (1991). "Innovation in the Financial Markets". En S. J. Khoury (ed.). *Recent Developments in International Banking and Finance*, Vols. IV-V. Amsterdam: North Holland, pp. 89-99.

Rothschild, M., y Stiglitz, J. (1976). "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information". *The Quarterly Journal of Economics*, 90(4), 629-649.

Sánchez, J. A. (2013). "Precios de la vivienda: sobrevaloración y burbuja". Universidad Complutense de Madrid.

Sánchez Asiaín, J. A. (1988). "El progresivo divorcio entre el mundo real y el mundo financiero". *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, n.º 65, pp. 83-102. Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Sánchez-Rubio, J. G. (2013). "Autoseguro: el conocimiento del riesgo". *Revista Icade. Revista de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, (71), 291-299.

Saurina Salas, J. (2002). "Solvencia bancaria, riesgo de crédito y regulación pública: el caso de la provisión estadística española". *Hacienda pública española*, (161), 129-150.

Shiller, R. J. (2000). *Irrational Exuberance*, Princeton: Princeton University Press.

Shin, H. S., (2009). "Securitization and Financial Stability". *The Economic Journal*, 119:309-332.

Shin, H. S., (2010). "Financial Intermediation and the Post-Crisis Financial System". *BIS Working Papers*, n.º 304.

Simon H. A. (1961). *Administrative Behavior*. Nueva York: Macmillan. Edición española: *El comportamiento administrativo*. Editorial Aguilar, 1970.

Smith, A. (2004). *Teoría de los sentimientos morales*, Vol. 2. Fondo de Cultura Económica.

Smithson, C., y Guill, G. (2004). *Valoración de activos crediticios*. Risk España. Disponible en www.risk.net, 30-33.

Sociedad de Tasación (2014). Observatorio Inmobiliario y de la Construcción. Disponible en <http://observatorioinmobiliario.es/Blog/index.php/vivienda/sociedad-de-tasacion-el-precio->

9. Referencias bibliográficas

medio-de-la-vivienda-nueva-en-espana-ralentiza-su-ajuste-con-una-caida-del-48-en-el-ultimo-ano/

Solano, P. M., Guirao, J. Y., y Martínez, F. L. (2006). “Titulización de activos: efectos sobre el valor de las entidades bancarias”. *Working papers. Documentos de trabajo: Serie EC*. Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, (10), 1.

Soros, G. (2008). *El nuevo paradigma de los mercados financieros: para entender la crisis actual*. Taurus Ediciones.

Spence, M. (1973). “Job market signaling”. *The Quarterly Journal of Economics*, 355-374.

Stark, A. (1992). “What’s the matter with business ethics?”. *Harvard business review*, 71(3), 38-40.

Stiglitz, J. E. (1990). “Symposium on bubbles”. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4 (2), pp. 13-18.

Suárez, J. L. (2011). “Enseñanzas del ciclo inmobiliario de promoción residencial en España. 1997- 2007”. *Occasional Paper*, n.º 195. IESE Business School - Universidad de Navarra.

Taleb, N. N. (2008). *El cisne negro: el impacto de lo altamente improbable*. Círculo de Lectores.

Teply, P., Cernohorsky, J., y Roshwalb, Y. (2010). “The Global Crisis: A Hard Lesson Rooted in Theory and Praxis”. *International Journal of Arts and Sciences*, 3(7): 313-326.

Termes, R. (1984). “Poder creador del riesgo frente a los efectos paralizantes de la seguridad”. Real Academia de Ciencias Económicas y Financieras. Discursos de ingreso, 111. Disponible en https://racef.es/archivos/discursos/111-84_poder_creador_del_riesgo_frente_a_los_efectos_paralizantes_de_la_seguridad.compressed.pdf

Termes, R. (1995). “La responsabilidad social de la banca”. En A. Argandoña (ed.). *La dimensión ética de las instituciones y los mercados financieros*. Bilbao: Fundación BBV y IESE-CIF.

Termes, R. (2000). “La decisión de invertir y la teoría de opciones”. Seminario sobre “Toma de decisiones en ambientes profesionales”, organizado por el Instituto de España. Madrid, 16.

Termes, R. (2003). “Las irregularidades financieras y la economía de mercado”. *Anales de la Real Academia de Ciencias Morales y Políticas*, n.º 80, pp. 141-176. Academia de Ciencias Morales y Políticas.

Termes, R. (2004). “Dimensión moral de la banca y las finanzas”. XII Conferencia anual de Ética, Economía y Dirección, dedicada a Ética y Finanzas, organizada por EBEN y la Universidad de Jaén. Úbeda, 4 de junio de 2004.

Vargas, G. A., Soto, M. C., y Felix, A. R. (2003). “El mercado de vivienda y su enfoque neoinstitucional”. *Análisis Económico*, 18(39), 287-301.

Velencoso, L. M. M. (2008). “Cuestiones económicas en torno a las reglas de transmisión de la propiedad y de publicidad inmobiliaria”. *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, (4), 589.

9. Referencias bibliográficas

Vicente, M. D., Molina, H., y Ramírez, J. (2009). “Los efectos procíclicos derivados de la valoración de las inversiones inmobiliarias según el modelo de valor razonable en las Normas Internacionales de Contabilidad”. Conferencia dictada en el XV Congreso de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, realizado en España. *Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas, AECA*, ejemplar dedicado al XV Congreso AECA: Decidir en época de crisis: transparencia y responsabilidad, Extra (Vol. 87, pp. 72-75).

Villasante, P. P. (2005). “Buenas prácticas de provisiones en la supervisión bancaria”. III Conferencia Regional Sector Público-Sector Privado: “Regulación y Desarrollo del Sector Financiero: Aplicaciones Prácticas”. Washington D.C, 19-20 de mayo de 2005. Disponible en <http://www.bde.es/f/webbde/GAP/prensa/intervenpub/archivo/villasante/ficheros/es/sup190505.pdf>

Vitoriano, B. (2007). “Teoría de la decisión: decisión con incertidumbre, decisión multicriterio y teoría de juegos”. Universidad Complutense de Madrid, 3-104.

Vives, X. (2011). “El paradigma de la competencia en el sector bancario después de la crisis”. *Papeles de Economía Española*, 130, 51-59.

Wang, D., Rachev, S. T., y Fabozzi, F. J. (2009). “Pricing tranches of a CDO and a CDS index: Recent advances and future research”. En G. Bol, S. T. Rachev, y R. Würth (eds.). *Risk Assessment*. Physica-Verlag HD, 263-286.

Williamson O. E. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Nueva York: Free Press.

Williamson, O. E. (1985). *The Economic Institutions of Capitalism: Firms, markets, relational Contracting*. Nueva York: Free Press.

Wolfe, S. (2000). “Structural effects of asset backed securization”. *European Journal of Finance* 6, 353-369.

Yahoo Finanzas (2015). Disponible en <https://es.finance.yahoo.com/echarts?s=%5EVIX#symbol=%5EVIX;range=1d>

Zhang, F., y Powell, S. B. (2011). “The impact of high-frequency trading on markets”. *CFA Magazine*, 22(2), 10-11.

Zhu, M. (2014). “Housing Markets, Financial Stability and the Economy”. Opening Remarks at the Bundesbank/German Research Foundation/IMF Conference, IMF.

Zoido, M. E. (1998). “Un estudio de las participaciones accionariales de los bancos en las empresas españolas”. *Investigaciones económicas*, 22(3), 427-468.

Zunzunegui, F. (1997). *Derecho del mercado financiero*, Vol. 3. Marcial Pons.

