

POTENCIAL DE LA TITULIZACION PARA LAS INSTITUCIONES FINANCIERAS

Luis Barallat^(*)

Introducción.

La "titulización" -traducción del término inglés *securitization*- es todo el proceso de transformar activos financieros en títulos-valores, garantizados por dichos activos. Aunque la mayoría de las entidades activas en este proceso son instituciones financieras-bancos, empresas de *leasing*, financieras de marca, etc.-, se da también el caso de empresas que "titulizan" sus cuentas a cobrar, incrementando de esta forma la rotación de su balance y diversificando las fuentes de fondos.

La "titulización" es una de las respuestas de los bancos ante la desintermediación y además es técnicamente buena, pues permite a las instituciones financieras seguir creciendo en actividad y dar servicio a la clientela sin consumir balance, disminuyendo la necesidad de recursos propios e incrementando, por tanto, el ROE, creando de esta forma valor para los accionistas.

Rosenthal y Ocampo, en un reciente trabajo, definen la "titulización" del crédito como una nueva tecnología financiera más eficiente que la intermediada a través de un banco, exponiendo como razones las mencionadas más arriba y añadiendo las siguientes:

- Separación más eficiente de todos los riesgos asociados a la actividad bancaria, tanto el riesgo crediticio como el riesgo de interés, de forma tal que pueden ser asumidos por los agentes económicos más preparados para ello. Por ejemplo, una emisión "titulizada", como veremos, frecuentemente tiene un *rating* o calificación de solvencia mejor que la del propio emisor, pues los títulos están respaldados por un determinado comportamiento estadístico de los activos de base, además se les dota de garantías adicionales para asegurar incluso ese nivel, es lo que se viene en llamar "credit enhancement" o mejora del riesgo. Adicionalmente se pueden hacer emisiones de títulos con "tramos" distintos para complacer las preferencias de riesgo, rentabilidad y liquidez de distintos tipos de inversiones.
- División del proceso de concesión crediticia o creación de liquidez en distintas facetas -originación, administración, distribución, etc.-, lo que permite la consecución de economías de escala en los diversos niveles. Para ello comparan el sistema tradicional con el nuevo sistema que nace de la titulización.

El requisito básico en la titulización es transmitir la totalidad del "riesgo" de la institución bancaria que la ha "originado" -el originador- a los títulos. Para ello se venden primeramente los activos (por ejemplo, las participaciones hipotecarias) a una sociedad instrumental o un fondo, que actúa como vehículo. La sociedad instrumental coloca la emisión o emisiones de títulos garantizados por los activos en cuestión, y con las

^(*) LUIS BARALLAT, es MBA por la Universidad de Stanford y responsable del Area de Gestión Financiera del Banco Central Hispano.

garantías adicionales que sea necesario añadir en función de la calificación que se quiere obtener. El originador, mientras tanto, sigue realizando la administración de la cartera de activo, pasando todos los flujos de caja en los dos sentidos a la sociedad vehículo, cobrando por ello un diferencial anual en concepto de comisión de administración.

Para hacer una titulización es básico encontrar una base de préstamos diversificados de características similares que tengan una experiencia histórica de solvencia y que puedan ser administrados después de forma eficiente. Estos requisitos los cumplen las hipotecas -sobre todo de viviendas-, las carteras de "leasing", las cuentas a cobrar, el crédito flotante ligado a tarjetas de crédito, etc., es decir, todas aquellas facetas en las que el riesgo crediticio es de tipo sistemático en vez de tener un fuerte componente específico. Es difícil titular, por tanto, aquellos préstamos en lo que el análisis de solvencia del prestatario es muy particular -crédito para inversiones de grandes empresas, por ejemplo-.

El "originador" necesita además contar con el sistema informático y operativo apropiado para poder identificar los activos "titulizados", reestructurar los flujos de caja (pago de intereses, amortizaciones, prepagos, fallidos, etc.) y asegurar que existe una buena administración de los préstamos vendidos. Las agencias de calificación estudian con detenimiento la bondad de estos sistemas, antes de dar un *rating* a la emisión en cuestión. En Estados Unidos se estima en seis meses el tiempo necesario para que un equipo mixto de financieros, contables, informáticos, abogados y empresas de calificación puedan crear un nuevo producto de "titulación". Hay además compañías independientes que se han especializado en administrar hipotecas "titulizadas" dado que es un negocio que genera unas comisiones globales para los bancos del orden de 400.000 millones de pesetas anuales en ese país. Algunos bancos pequeños prefieren vender el servicio a estos independientes que por tener economías de escala pueden ser más eficientes.

La titulización supone en cierta forma un nuevo punto de vista en lo que respecta a la gestión del balance. En la banca tradicional cuando una institución financiera concedía un préstamo a un cliente pensaba mantenerlo en su cartera hasta el vencimiento o la amortización anticipada. Por contraste, en algunos mercados desarrollados y para algunos productos, lo más normal actualmente es que el banco introduzca el préstamo en un paquete para "titularlo" y colocarlo en el mercado.

El objetivo ahora pasa a ser, por tanto, el rotar el balance al máximo para poder así incrementar la rentabilidad del capital. Las operaciones se hacen para dar servicio a la clientela y venderlas cuanto antes, reteniendo un diferencial, para poder realizar nuevos préstamos. El balance pasa a ser en cierta forma un almacén temporal de operaciones.

La institución que origina títulos lógicamente debe luego ser activa en los mercados secundarios dando liquidez a los mismos y de ahí puede obtener beneficios vía "trading" o creación de mercado. Necesitará, por tanto, de un "almacén" o cartera de negociación para esta labor.

El mercado de "títulos respaldados por activos" -traducción del término inglés *asset backed securities* (ABS)- está teniendo un desarrollo espectacular. Este tipo de instrumentos en Estados Unidos suponen casi el 70% de las emisiones de renta fija privada, con un saldo total vivo que se aproxima a los 150 billones de pesetas. En ese país se "titulizan" por ejemplo más del 80% de los préstamos hipotecarios que conceden las instituciones financieras, y los departamentos de generación o de negociación de títulos respaldados por activos figuran entre los más rentables de los grandes bancos de inversión y casas de valores.

La ola de la "titulación" se está extendiendo desde Estados Unidos a otros países, como puede ser el caso de Inglaterra, con un saldo vivo en títulos de este tipo del orden de los 5 billones de pesetas o de Francia, que en poco tiempo se aproxima a los 400.000 millones.

Con la reciente legislación sobre fondos de titulización hipotecaria, España se convierte en el tercer país europeo que dispone del marco legal para que se desarrolle un mercado de títulos respaldados por activos. Los altos tipos de interés existentes en nuestro país y la buena capitalización en general de los bancos españoles hacen suponer en principio un desarrollo lento para este mercado, sin embargo a medida que se estrechen los márgenes en nuestro sistema financiero y se reduzcan los tipos de interés, hará que aumenten las emisiones, con lo que en unos años se puede convertir en un importante mercado.

La titulización como herramienta de gestión de balance.

La titulización es una de las técnicas utilizadas para la "gestión financiera" integrada del balance de un banco, que como es conocido tiene dos aspectos, la gestión de activos y pasivos y la gestión de los recursos propios.

La gestión de activos y pasivos es el manejo de todas las masas del balance de la entidad con el objetivo de maximizar los efectos positivos que se puedan derivar del movimiento de los tipos de interés y los tipos de cambio, manteniendo un adecuado grado de liquidez y dentro de unos niveles determinados de riesgo. La filosofía general es que la gestión de activos y pasivos afecte lo menos posible a la política comercial de la entidad. A los clientes se les deben proporcionar los productos que demanden a los plazos que deseen y luego contrarrestar sus efectos positivos o negativos con productos de gestión de riesgo desde la tesorería. Esto no siempre es posible en casos como el español en el que los mercados de productos derivados, a pesar de su enorme crecimiento, no gozan todavía de la profundidad deseada, por lo que en ocasiones hay que tratar de influir en actuaciones comerciales en cuanto a plazos.

En este sentido la titulización es una forma eficaz de gestionar el riesgo de interés, pues la forma más clara de transmitir el riesgo generado por una determinada cartera es vendiéndola. Comercialmente además es adecuada porque al cliente se le da el producto que desea al plazo que desea, y se mantiene a todos los efectos la relación y la vinculación con él a través de la administración y el servicio de los activos titulizados. De todas formas, los bancos españoles estamos teniendo dificultades en poder transmitir el riesgo de interés en nuestras carteras de préstamos hipotecarios, dado que los inversores demandan tipo fijo, y las hipotecas en general están ligadas a unos referenciales, que son unos tipos variables con poca ligazón con los tipos de mercado monetario, por lo que no se pueden encontrar "swaps" que ayuden a gestionar este riesgo. De hecho en algún caso la entidad emisora se ha quedado con el mismo. Por tanto conviene ir pensando en vincular los tipos de referencia para las hipotecas de otra forma, como estamos empezando a plantear algunas entidades.

Con respecto al segundo aspecto de gestión de los recursos propios para optimizar la creación de valor para los accionistas de forma sostenida a largo plazo, la titulización es también una solución técnicamente buena pues permite a los bancos poder seguir creciendo en actividad y dar servicio a la clientela, con un balance más pequeño, reteniendo gran parte del margen, disminuyendo la necesidad de recursos propios e incrementando por tanto los ratios de rentabilidad sobre activos y rentabilidad sobre fondos propios. Los recursos propios al ser más caros que los ajenos tiene que ser optimizados. El coste de capital para un gran banco español puede oscilar en estos momentos entre un 20% y un 25%, por lo que hay que utilizarlo eficientemente. El ahorro se puede estimar por tanto en unos 80 puntos básicos en el caso de titular un hipoteca y del doble para otro tipo de préstamos. Además existe un ahorro adicional por no tener que hacer la provisión genérica.

La titulización como fuente de financiación.

La titulización se puede considerar también como una fuente de captación de recursos a largo plazo, que al no cubrir coeficiente de caja, supone un ahorro adicional de coste, que se puede estimar en unos 60 puntos básicos. De ella se pueden además beneficiar especialmente las entidades con problemas de *rating*. En efecto, dado que la solvencia de los títulos no depende de la del emisor, y el proceso de calificación asegura que se montan los mecanismos de mejora necesarios para obtener un determinado *rating*, respaldadas por activos. En Estados Unidos lo han hecho incluso entidades en situación de suspensión de pagos, y se han hecho también emisiones respaldadas por activos en mora.

El interés de una determinada institución por utilizar la titulización como fuente de financiación depende del coste comparativo de la misma frente a otras alternativas. La experiencia de rentabilidad exigida por los inversores para este tipo de instrumentos oscila alrededor de 50 puntos básicos por encima de la deuda del Estado para títulos de "duración" equivalente. Dado que los costes anualizados totales de una emisión, con los instrumentos de mejora de riesgo necesarios para obtener un *rating* AA son del orden de otros 50 puntos, una emisión de títulos respaldados por hipotecas con 7 años de vida media tendría un coste fijo anual en estos momentos superior al 14%. Se trata de un tipo muy alto, por lo que a corto plazo será en general poco interesante para la mayoría de las instituciones españolas.

Los títulos respaldados por activos como alternativa de inversión y negociación.

Los títulos respaldados por activos pueden ser una alternativa de inversión muy interesante, dada su alta solvencia y liquidez y los buenos diferenciales que pagan. En este sentido muchos bancos en otros mercados son frecuentes inversores de este tipo de papel, y en España algunos bancos ya están siendo inversores en títulos denominados en divisas.

Antes de entrar en la experiencia de rentabilidad que ha habido en otros mercados, conviene comentar que aparte de los riesgos de solvencia, interés y liquidez, tradicionales en la evaluación de cualquier título de renta fija, aquí existe como factor adicional el riesgo de prepago.

El riesgo de prepago consiste en la posibilidad de que el emisor amortice anticipadamente y de forma parcial los títulos emitidos. Existen varias soluciones jurídicas para el problema del prepago que se han elegido en los distintos países con experiencia. En unas el riesgo de prepago es asumido proporcionalmente por todos los obligacionistas, es decir, que si se amortiza anticipadamente el 10% de las hipotecas, cada obligación ve reducido su principal en un 10%. En otras se establece un fondo que va amortizando títulos bien mediante compras en el mercado o mediante un sistema de lotería. Existen otros sistemas en los que el emisor puede sustituir los prepagos con otras hipotecas. El más usual de todas formas es el primero que es conocido por títulos "pass through". Asimismo, los emisores suelen establecer una cláusula que les permite retirar la emisión cuando ha pasado un determinado número de años, o cuando solo queda un determinado porcentaje (10-20%) de saldo vivo.

El riesgo de prepago es muy difícil de valorar por los inversores a priori, pues además no sirven totalmente las experiencias históricas, dado que depende de la marcha general de la economía y de los tipos de interés. En este sentido habría que decir que es mucho mayor en hipotecas a tipo fijo, como es el caso norteamericano, que con tipo variable; aunque en Inglaterra, que son de este tipo, como amortizaciones anticipadas. En este último país, las tasas anuales de prepago han oscilado alrededor del 15%, en Estados Unidos en determinadas emisiones y momentos ha superado el 40% anual. Afortunadamente la experiencia histórica en España es de

tasas más reducidas (7-8% anual), por factores tanto de poca movilidad geográfica como de elevados costes jurídicos y fiscales de cambio, aunque últimamente está creciendo.

Este riesgo de "prepagado" reduce la duración efectiva de los títulos, aunque la incertidumbre de los mismos, supone en realidad una opción que los inversores conceden, a cambio de la que deben percibir una remuneración en concepto de "prima", vía mayor diferencial. De todas formas para atender las preferencias de distintos tipos de inversores se han creado los CMO -"collateralized mortgage obligations"- que han tenido un desarrollo espectacular, creciendo a tasas acumulativas anuales del 40%, y que cuentan con tramos diferentes de obligaciones, algunas de las cuales no tienen riesgo de prepagado. El 30% del saldo vivo en vigor de títulos respaldados por hipotecas en U.S.A corresponden a CMOs.

Una vez analizados los riesgos, ¿cuál es la experiencia de rentabilidad?. En Estados Unidos una emisión AAA con 10 años de vida media ha tenido un diferencial con respecto a títulos del Tesoro de la misma duración que ha oscilado en los últimos siete años entre 30 y 180 puntos básicos. Actualmente están alrededor de 50 puntos por encima. Los diferenciales para emisiones del mismo *rating* soportadas por flotantes de tarjetas de crédito a tres años o recibos de automóviles a dos años son ligeramente superiores (80 y 60 puntos respectivamente). Estos dos tipos de activos son los más usuales después de las hipotecas. En los euromercados los diferenciales sobre libor oscilan alrededor de los 60 puntos básicos, y en Francia unos 50 puntos por encima de los títulos del Tesoro de duración equivalente. Como se ve, son alternativas de inversión que conviene tener muy en cuenta.

En España tenemos poca experiencia. La primera emisión del Santander a 7-8 años tenía el 11,75% de tipo fijo, aproximadamente unos 65 puntos en términos de T.A.E. por encima de los bonos a 5 años en dicha fecha, y la de Citibank con 4 años de vida media era 75 puntos por encima del Mibor a un mes.

Otra alternativa de inversión interesante para algunos tipos de inversores pueden ser los tramos subordinados asociados a operaciones de titulización, con diferenciales de rentabilidad de hasta 300 puntos. En determinadas emisiones y dependiendo de los "originadores" pueden ser títulos muy rentables para inversores institucionales sofisticados.

Marco legal.

La Ley 19/1992 sobre Régimen de Sociedades y Fondos de Inversión Inmobiliaria y Fondos de Titulización Hipotecaria ha introducido formalmente la titulización en nuestro país. En este sentido se ha ido a la solución de fondos cerrados, constituidos por participaciones hipotecarias a término, y que en cierta forma se pueden considerar atípicos, como se desprende de la propia exposición de motivos de la mencionada Ley:

"La presente Ley regula por primera vez en España, los llamados "fondos de titulización hipotecaria". Estos fondos, agrupaciones de participaciones hipotecarias, cuya configuración jurídica y financiera debe distinguirse de la de los fondos de inversión mobiliaria, transformarán 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."

La base se establece en participaciones hipotecarias a término sobre préstamos que reúnan los requisitos establecidos en la Ley de Regulación del Mercado Hipotecario, reforzado asimismo el valor de la propia participación como instrumento de cesión, al protegerla en casos de insolvencia provisional o definitiva del emisor.

Los fondos emitirán títulos de renta fija, que "podrán diferir en cuanto a tipo de interés, que podrá ser fijo o variable, plazo y forma de amortización, regimen de amortización anticipado, derecho de prelación en caso de impago de las participaciones hipotecarias... aunque los flujos de principal e intereses correspondientes al conjunto de valores emitidos con cargo al Fondo, deberán coincidir con los del conjunto de las participaciones hipotecarias agrupadas en él, sin más diferencias o desfases temporales que los derivados de las comisiones y gastos de administración y gestión, primas de aseguramiento y otros conceptos aplicables". Los valores emitidos se representarán exclusivamente mediante anotaciones en cuenta y deberán ser negociados en un mercado oficial u organizado.

Como dichos fondos no tienen personalidad jurídica, todas las labores de administración de los mismos serán realizadas por unas sociedades gestoras específicas, cuya creación requerirá autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, que se otorgará previo informe de la C.N.M.V.

Actualmente están pendientes de aprobación cuatro iniciativas de sociedades gestoras lideradas respectivamente por Argentaria, Banesto, Banco de Santander y Asesores Bursátiles.

Los titulares de los valores emitidos con cargo al Fondo correrán con el riesgo de impago de las participaciones hipotecarias agrupadas en el Fondo, con sujeción, en su caso, al régimen de prelación y de ventajas especiales establecido para las distintas series de valores en la escritura de constitución del Fondo. Los titulares de los valores no tendrán acción contra la sociedad gestora del Fondo, sino por incumplimiento de sus funciones o inobservancia de lo dispuesto en la escritura de constitución.

El riesgo financiero de los valores emitidos con cargo a cada Fondo deberá ser objeto de evaluación por una entidad calificadora reconocida al efecto por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La calificación otorgada a los valores deberá figurar en su folleto de emisión.

Fiscalmente se clarifica que los rendimientos de las participaciones hipotecarias que constituyan ingresos de los nuevos fondos estarán exentos de retención, lo cual, *sensu contrario*, quiere decir que habrá retención siempre que el comprador de las participaciones sea otro tipo de entidad. Los Fondos en sí mismos estarán sujetos en el impuesto de sociedades al tipo general (35%), aunque como vimos lo normal es que estos fondos no tengan beneficios, pues deben transmitir los ingresos deducida la comisión de gestión y los gastos, a los compradores de los títulos que emitan. La administración de los Fondos por las sociedades gestoras quedará exenta del IVA.

Potencial en España.

Existe por tanto un marco legal, limitado por el momento a préstamos hipotecarios y pendiente de desarrollo a que se aprueben las sociedades gestoras correspondientes. No obstante, como hemos dicho al principio, los altos tipos de interés existentes y la buena capitalización de los bancos induce a pensar que el desarrollo inicial va a ser lento.

No obstante, el proceso de descenso de tipos de interés y de los márgenes de intermediación a medio plazo que se deducen del proceso de convergencia aumentará el interés de las instituciones financieras por la titulización de activos.

El volumen de préstamos hipotecarios existentes en nuestro país se acerca a los 12 billones de pesetas, y suponen aproximadamente el 15% de la inversión de los bancos y el 45% de las de las cajas de ahorro. Se estima que las dos terceras partes del saldo vivo reúnen en principio las características exigidas por la

titulización, aunque incluso en este caso las entidades están teniendo que hacer un gran esfuerzo para preparar la información de la forma como la quieren las agencias de *rating*. De hecho la titulización servirá para reforzar y sistematizar los procedimientos internos de concesión y administración de los préstamos hipotecarios, e incluso, como dijimos antes, las formas de fijación de precios.

Suponiendo que en cuatro años llegue a titulizarse el 10% de los préstamos hipotecarios en vigor, y con un crecimiento normal de mercado, estamos hablando de un mercado de títulos de renta fija privada a largo plazo (6-7 años de vida media) próximo al billón de pesetas. Hay que recordar que las emisiones brutas anuales de renta fija privada son del mismo orden. Se tratará por tanto de un mercado importante. A fin de siglo, suponiendo la titulización del 30% de los préstamos, podemos estar hablando de un mercado de activos respaldados por hipotecas de unos 5 billones de pesetas, con unas emisiones anuales que superen el billón de pesetas. Asimismo, podemos esperar que progresivamente se "titulicen" otros tipos de activos: carteras de *leasing*, préstamos al consumo, flotantes de tarjetas de crédito, con lo cual se desarrollaría un importante mercado de títulos respaldados por activos.

Es de prever por tanto el desarrollo a medio plazo de un mercado de títulos de renta fija privada respaldados por activos, con solvencia similar a la deuda pública, y con unas rentabilidades más interesantes, lo que atraerá el interés de los inversores, especialmente institucionales (fondos de inversión, etc.).

Teniendo en cuenta lo que ocurre en otros mercados, los propios bancos y cajas de ahorro serán fuertes inversores en estos mercados. La negociación o *trading* de estos instrumentos puede constituir además una fuente de beneficios adicional para las instituciones financieras que se introduzcan en este campo.

Conclusiones.

La titulización es una de las respuestas más eficientes de las entidades de depósito ante la desintermediación y el endurecimiento de los requisitos de capitalización, y se puede considerar desde un triple punto de vista: como herramienta de gestión de balance, como fuente de fondos y como alternativa de inversión y negociación. En todos estos aspectos, la titulización puede ser una buena solución, dependiendo de las circunstancias concretas de cada entidad en su mercado.

Con la reciente legislación sobre fondos de titulización hipotecaria, España se convierte en el tercer país europeo que dispone del marco legal para que se desarrolle un mercado de títulos respaldados por activos. Los altos tipos de interés existentes en nuestro país y la buena capitalización general de las entidades hacen suponer en principio un desarrollo lento para este mercado, sin embargo a medida que se estrechen los márgenes en nuestro sistema financiero y se reduzcan los tipos de interés, hará que aumente el interés de las instituciones por la titulización de activos.

REFERENCIAS.

- BARALLAT, L. (1992) "La banca española en el año 2000". Ediciones Ciencias Sociales.
FREIXAS Y VALERO (1991) "La titulización en España". Documento 91-17 de FEDEA.
ROSENTHAL Y OCAMPO (1988) "Securitization of credit". John Wiley & Sons.