



Andreas Jobst

LA CRISIS de las hipotecas de alto riesgo que comenzó en 2007 le ha creado mala fama a la titulización, un proceso a través del cual se agrupan en un fondo común ciertos tipos de activos para transformarlos en títulos negociables que devengan interés. Esos títulos se venden y los compradores luego perciben el principal y los intereses.

La titulización nació en los años setenta, cuando entidades semipúblicas estadounidenses comenzaron a crear fondos comunes con hipotecas residenciales. En la década siguiente se comenzó a titularizar otros activos productivos y en los últimos años el mercado creció de manera espectacular. En algunos casos, como el de los títulos respaldados por hipotecas de alto riesgo en Estados Unidos, el deterioro inesperado de la calidad de algunos activos subyacentes quebrantó la confianza de los inversionistas. La escala y la persistencia de la crisis subsiguiente harían pensar que la titulización —junto con una originación deficiente de créditos, métodos defectuosos de valoración y una supervisión regulatoria insuficiente— puede amenazar seriamente la estabilidad financiera.

Son cada vez más numerosas las instituciones financieras que recurren a la titulización para traspasar el riesgo crediticio de los activos que originan de su propio balance al de otros operadores, ya sean bancos, empresas de seguros o fondos de cobertura (*hedge funds*). Una de las muchas razones es que a menudo la titulización permite captar fondos a un precio más bajo. Además, para los bancos es menos costoso tener en cartera activos titulizados porque financieramente están regulados con normas diferentes de los activos subyacentes. En principio, este modelo de “originar y distribuir” también produjo amplios beneficios económicos al dispersar la exposición al riesgo de crédito, diluyendo la concentración del riesgo y la vulnerabilidad sistémica.

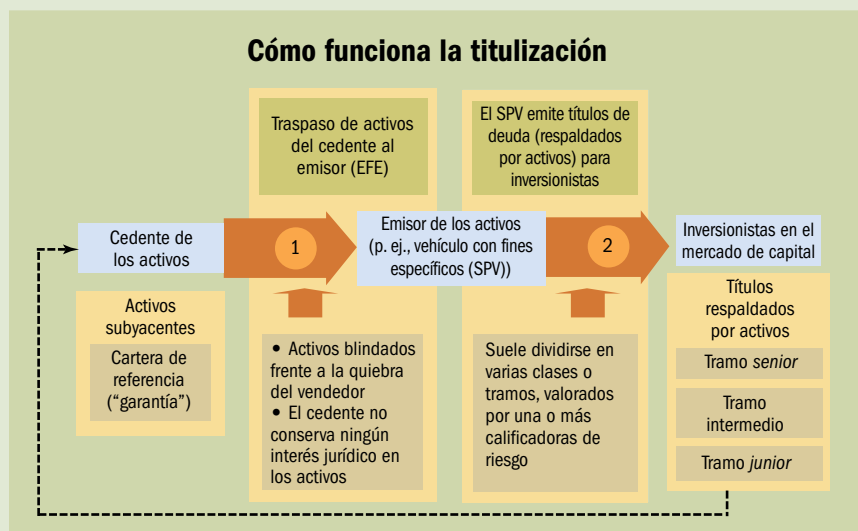
Hasta que estalló la crisis hipotecaria estadounidense, la titulización parecía tener efectos más bien positivos. Pero algunos le reprochan haber desalentado hasta un mínimo de prudencia entre las instituciones originantes a la hora de otorgar créditos, controlar riesgos y seleccionar in-

¿Qué es la titulización?

versiones, en un momento en el cual los inversionistas buscaban rentabilidades más altas —con un grado mayor de riesgo— porque los productos convencionales redituaban poco, los impagos eran históricamente bajos y los instrumentos de cobertura abundaban. Como muchos de los préstamos no permanecían en los libros del titularizador, es posible que se haya descuidado la buena selección de prestatarios y puesto en marcha así un deterioro sistemático de las normas de crédito y garantía.

El proceso de titulización

La modalidad de titulización más básica tiene dos etapas (gráfico). En la primera, una empresa con préstamos u otro activo rentable —el cedente— determina qué activos desea eliminar de sus libros y los agrupa en una cartera de referencia. Acto seguido, se la vende a un emisor tal como un vehículo con fines específicos (usualmente conocido por sus siglas en inglés SPV, o *special purpose vehicle*), creado generalmente por una institución financiera con la sola finalidad de adquirir los activos y mantenerlos fuera del balance para efectos jurídicos y contables. En la segunda etapa, el emisor financia la adquisición de la cartera emitiendo títulos negociables que devengan intereses y vendiéndolos a inversionistas en los mercados de capitales. Estos reciben pagos a tasa fija o flotante procedentes de una cuenta fiduciaria que está financiada con los



fondos generados por la cartera de referencia. En la mayoría de los casos, el cedente administra los préstamos y recibe los pagos de los prestatarios originales, y luego los traspasa — descontando un cargo por administración— directamente al SPV o a la cuenta fiduciaria. Básicamente, la titulización representa otra modalidad diversificada de financiamiento, estructurada en torno a la transferencia del riesgo crediticio (y quizá también el riesgo de tasa de interés y de tipo de cambio) de los emisores a los inversionistas.

En una versión más reciente de este mecanismo, la cartera de referencia se divide en “tramos”, que se venden individualmente y comportan distintos niveles de riesgo. Tanto la rentabilidad de la inversión (principal más intereses) como las pérdidas varían según el grado de preferencia: el tramo menos riesgoso, por ejemplo, es el primero con derecho a la renta generada por los activos subyacentes. Por lo general, los grados de preferencia son tres; el tramo más pequeño —conocido como “junior” o “de primera pérdida”— es el más riesgoso, pero también el más rentable. En el tramo “senior” casi no hay expectativa de pérdida, ya que los inversionistas suelen financiar la compra apalancándose y entonces son muy sensibles a la calidad del activo subyacente. Fue precisamente esa sensibilidad la que originó los trastornos hipotecarios el año pasado. Cuando comenzaron a surgir problemas con el reembolso de los tramos más riesgosos, la falta de confianza se propagó a los tramos preferenciales y desató pánico entre los inversionistas, que liquidaron la deuda titulizada a precios irrisorios para comprar activos más seguros.

Originalmente, la titulización servía para financiar activos sencillos y autoliquidables como las hipotecas. Pero en principio es posible tomar cualquier tipo de activo que genere un flujo estable de efectivo y estructurarlo como cartera de referencia para emitir deuda titulizada: préstamos empresariales y soberanos, créditos al consumidor, financiamiento de proyectos, facturas o alquileres por cobrar y contratos de crédito individualizados. Genéricamente, esos instrumentos se denominan títulos respaldados por activos (generalmente conocidos por sus siglas en inglés ABS, o *asset-backed securities*). Una variante son las obligaciones de deuda garantizadas, que utilizan la misma metodología de estructuración pero abarcan una variedad más amplia de activos.

El atractivo de la titulización

La titulización surgió como un mecanismo mediante el cual las empresas y las instituciones financieras podían retirar activos de sus balances o usarlos como garantía para obtener crédito y refinanciar su originación a tasas de mercado. De esa manera se redujeron los costos de endeudamiento y, en el caso de los bancos, el encaje legal.

Supongamos que una empresa de *leasing* necesita efectivo. Normalmente, pediría un préstamo o vendería bonos, a un costo determinado por su situación financiera y su calificación crediticia. Si encontrara compradores, les podría vender directamente algunos de los contratos de *leasing* y de esa manera estaría transformando ingresos futuros en efectivo. El problema es que prácticamente no existen mercados secundarios para esos contratos. Pero si la empresa los agrupa en un fondo co-

mún, se lo puede vender en efectivo a un emisor, que a su vez convierte ese fondo común en un título negociable.

Además, como los activos ya no están atados al balance del cedente (ni a su calificación crediticia), el emisor puede recaudar dinero para financiar la compra de los activos a un precio más bajo. Por ejemplo, una empresa con una calificación crediticia global “B” que tiene en los libros activos de calidad “AAA” podría titularlos y de esa manera obtener fondos a la tasa vigente para los activos con esa calificación superior. A diferencia de la deuda convencional, la titulización no agranda el pasivo de la empresa, sino que genera fondos para la inversión futura sin engrosar el balance.

Otro beneficio es que el emisor puede ajustar el equilibrio riesgo/rendimiento de los distintos tramos según la tolerancia de riesgo de los inversionistas. Por ejemplo, los planes de inversión colectiva como los fondos de pensiones necesitan una amplia variedad de inversiones en renta fija a largo plazo con una calificación crediticia excelente, más allá de los títulos públicos. Gracias a la deuda titulizada, pueden ajustar su exposición —rápidamente y a un bajo costo de transacción— a medida que van cambiando la sensibilidad individual al riesgo, la orientación del mercado y las preferencias de consumo.

A veces el cedente no le vende al emisor los títulos propiamente dichos, sino solo el riesgo crediticio vinculado a los activos, sin traspasarle el derecho de propiedad. En esta última modalidad, denominada “titulización sintética”, el emisor puede aprovechar la diferencia entre el precio de los activos adquiridos (que suelen ser poco líquidos) y el precio que los inversionistas están dispuestos a pagar (en un fondo común más amplio que permite la diversificación).

La titulización en expansión

La titulización experimentó una transformación fenomenal durante la última década. Ya no gira en torno a activos tradicionales sujetos a condiciones específicas, como hipotecas y préstamos bancarios o para consumo; hoy —gracias a técnicas modernas de modelización y cuantificación de riesgos, y a la abundancia de datos— abarca un espectro más amplio, como préstamos con garantía hipotecaria, alquileres por cobrar y préstamos a la pequeña empresa, entre otros. Aunque las emisiones están concentradas en mercados maduros, la titulización también está creciendo significativamente en los mercados emergentes, donde la utilizan empresas y bancos grandes y sólidos para convertir en efectivo flujos futuros en forma de remesas o exportaciones en monedas fuertes.

Es probable que en el futuro la titulización se simplifique. Después de años de operar con deuda titulizada que había recibido una calificación excelente pero no estaba respaldada prácticamente por ninguna reserva de capital, los emisores pronto se encontrarán en un nuevo clima regulatorio. Y es posible que para reanimar el proceso de titulización y recuperar la confianza de los inversionistas, también tengan que retener una participación en la rentabilidad de los activos titulizados en todos los tramos de riesgo. ■

Andreas Jobst es Economista del Departamento de Mercados Monetarios y de Capital del FMI.