



Posibilidades de la titulización. Un recorrido internacional

El reciente Real Decreto 923/1998 dará impulso a nuevas clases de titulización y nos acercará a otros países de mayor tradición en estas operaciones

La titulización presenta una nueva posibilidad de financiación a las empresas e instituciones financieras y un nuevo instrumento de inversión para los ahorradores tanto particulares como institucionales. En este artículo se hace un recorrido por el mercado de la titulización en otros países, Estados Unidos y Europa, en donde está más desarrollado que en España.

La titulización (“securitization”) está encuadrada dentro de la llamada “Asset-Backed Financing” es decir, aquellas operaciones de financiación garantizadas por determinados activos (principalmente cuentas a cobrar o activos inmobiliarios).

La titulización está contemplada en la Ley 24/1988 de 25 de julio, del Mercado de Valores. Esta Ley la define como “la emisión de derechos o participaciones negociables sobre un activo subyacente susceptibles de tráfico generalizado e impersonal en un mercado de índole financiera”. Los rendimientos de estos derechos o participaciones están respaldados por los flujos de dinero que genera el activo

subyacente. Esta definición abierta de la titulización ofrece un amplio abanico de posibilidades. En España, hasta 1996, únicamente se había regulado la titulización hipotecaria (Ley 19/1992). En 1996 se llevó a cabo la titulización de la llamada Moratoria Nuclear. Recientemente, el Real Decreto 923/1998, de 14 de mayo, de Titulización de Activos, ha regulado la titulización de activos no hipotecarios y la creación de los fondos de titulización no hipotecarios.

Es previsible que el nuevo decreto dé un impulso a nuevas clases de titulización y así nos acerquemos a otros países de mayor tradición en estas operaciones. Es usual en otros países las operaciones de titulización abar-



pie de foto



◆◆◆

Es usual en otros países las operaciones de titulización que abarcan otros derechos de crédito tales como préstamos no hipotecarios, cuentas a cobrar de tarjetas de crédito,...

◆◆◆

cando otros derechos de crédito tales como préstamos no hipotecarios, cuentas a cobrar de tarjetas de crédito, derechos de cobro de alquileres de inmuebles y peajes de autopista.

■ EFECTOS DE LA TITULIZACION

La titulización tiene efectos beneficiosos sobre las entidades cedentes de los derechos.

a) La titulización como mecanismo de financiación. Comparando la titulización frente a otros mecanismos de financiación como pueden ser la emisión de pagarés, préstamos bancarios o ampliaciones de capital, la primera tiene la posibilidad de obtener la financiación a un tipo de interés menor. Esto es posible en la titulización porque el rating, y por tanto el interés ofrecido, se concede al paquete de créditos titulizados cuya calidad crediticia puede ser mejor que la de la entidad cedente.

Compañías medianas o pequeñas que generen activos a cobrar de buena calidad pueden obtener fondos titulizando los mismos, siempre que reúnan las características necesarias, y así obtener fondos a un menor coste de lo que permitiría su estructura de capital y tamaño, a la vez que aumenta la rotación de activos.

b) Liberación de capital propio en entidades financieras, que puede redundar bien en la asunción de nuevas operaciones de riesgo (concesión de préstamos, etc.) contando además

con la liquidez obtenida derivada de la venta de los bonos de titulización o reduciendo los recursos propios, normalmente con un coste superior al de la deuda.

c) Traspaso de riesgos. La titulización supone una redistribución de los riesgos asociados a los derechos cedidos entre la entidad compradora de los derechos, las entidades aseguradoras y los inversores finales.

■ LA TITULIZACION HIPOTECARIA EN LOS ESTADOS UNIDOS

El esquema habitual consiste en la agrupación de préstamos hipotecarios que tengan asociados flujos de fondos y emisión de títulos con la garantía de aquéllos. Los títulos se denominan títulos "pass-through" cuando traspasan a los inversores la parte mensual de capital e intereses que corresponde a los préstamos hipotecarios que los respaldan. Estos títulos conllevan el riesgo del prepago, retraso o impago de los mismos. Los títulos "pay-through", por el contrario, reciben los pagos de intereses y principal de manera prefijada, es decir, están aislados del ritmo de pago de los activos en los que se basan. Se habla de "pass-through modificado" cuando el comprador del título recibe el interés aunque éste no haya sido cobrado, y el principal sólo cuando éste haya sido cobrado.

La titulización (y dentro de ella los títulos "pass-through") comenzaron

a utilizarse a gran escala cuando surgieron instituciones que garantizaron al inversor el cobro del principal e intereses de los préstamos hipotecarios. Estas instituciones garantes fueron: Fannie Mae (Federal National Mortgage Association), Ginnie Mae (Government National Mortgage Association) y Freddie Mac (Federal Home Mortgage Corporation).

En 1996 Fannie Mae ocupó el primer lugar en la emisión de títulos hipotecarios con un volumen de 149.869 millones de dólares. Freddie Mac le siguió con 119.702 millones de dólares y por último Ginnie Mae emitió 101.207 millones de dólares.

En términos generales, estas instituciones compran a un banco titular de préstamos hipotecarios un grupo de estos préstamos y emiten títulos que venden a inversores. El Banco prestamista conserva la administración de los préstamos hipotecarios y la relación con los prestatarios; al recibir los pagos, los transmite a la institución garante y ésta pagará a los inversores que compraron los títulos.

Los préstamos hipotecarios que estas agencias pueden adquirir y titularizar están restringidos a aquéllos que cumplen unos determinados requisitos, los llamados "conforming mortgages". Los préstamos hipotecarios que no cumplen estos estándares son llamados "nonconforming mortgages". Uno de estos requisitos es que el importe del préstamo hipotecario no sobrepase una determinado cantidad. Los préstamos hipotecarios que la sobrepasan son los llamados "jumbo loans". Estos préstamos son habituales en algunas áreas geográficas en donde el coste medio de una vivienda sobrepasa el importe determinado. El mercado de los "jumbo loans" constituía, a finales de la década pasada, cerca del 25% de todos los préstamos hipotecarios concedidos.



◆◆◆
 La titulización supone una redistribución de los
 riesgos asociados a los derechos cedidos entre la entidad
 compradora de los derechos, las
 entidades aseguradoras y los inversores finales
 ◆◆◆

Estos préstamos, en caso de querer ser titulizados, han de serlo por el sector privado, sin intervenir las agencias anteriores.

■ **COLLATERALIZED
 MORTGAGE OBLIGATIONS
 (CMO)**

Los CMO son una clase de emisiones de titulización divididas en varios tramos: A, B, etc. con diferentes perfiles de riesgo. Cada clase sólo cobra

cuando la anterior haya percibido el principal y los intereses. En un principio cada clase tenía fecha de vencimiento distinta, aunque actualmente existen emisiones de CMOs en donde varias clases tienen mismos vencimientos.

La posible estructura de una emisión de CMOs sería, por ejemplo, la siguiente: cuatro clases de bonos (A, B, C, Z), pagándose los intereses y amortizándose el principal de la clase A desde el año 0 de la emisión hasta

el año 5. Los bonos de la clase B reciben intereses desde el año 0 hasta el año 5, a partir de este año y hasta el año 10 se pagan intereses y se amortiza el principal de los mismos. Los bonos de la clase C reciben intereses desde el año 0 hasta el año 10, a partir del cual se pagan intereses y se amortiza el principal hasta el año 15. Los bonos de la clase Z no reciben ni pagos de capital ni de intereses hasta el año 15, momento a partir del cual reciben intereses y se amortizan el principal.

Los CMO han tenido un amplio desarrollo, surgiendo varias clases. Podemos citar las siguientes:

- Floating Rate CMOs: el tipo de interés pagado a todas o a algunas de las clases de bonos está indexado (por ejemplo, el LIBOR más un margen). Se puede poner un cap, límite máximo del tipo de interés a pagar.

-Inverse floating-rate: cuan-

Las operaciones de titulización rompen barreras en 1998

Desde la aprobación del Real Decreto 926/1998, de 14 de mayo, que extendió el régimen establecido en 1992 para la titulización de créditos de carácter hipotecario a cualquier activo susceptible de generar una corriente de ingresos, bancos y cajas de ahorros se han lanzado a esta operativa. Desde mayo pasado el volumen de emisiones ha alcanzado niveles sin precedentes; se han inscrito en la C.N.M.V. cinco emisiones por impor-

te de 285.000 millones de pesetas. En lo que va de año se ha emitido por importe de 307.400 millones de pesetas. Si a lo emitido sumamos las posibles emisiones de Bankinter, Argentaria y Banco Santander, el volumen podría rondar el billón de pesetas, igual al volumen emitido en los últimos seis años.

Para el próximo año el BBV tiene previsto lanzar a principios de 1999 una titulización de préstamos corporativos por importe de

OPERACIONES DE TITULIZACION EN ESPAÑA (ENERO/NOVIEMBRE DE 1998)

EMISION	FECHA INSCRIPCION EN LA C.N.M.V.	IMPORTE NOMINAL	CALIFICACION	PASIVO
TDA 4 FTP (Popular, Caja Madrid, Sabadell e Ibercaja)	21/04/98	12.400.000.000	-	Préstamos Hipotecarios
HIPOTEBANSA VII (Santander)	28/04/98	10.000.000.000	-	Préstamos Hipotecarios
HIPOCAT 1 (Caixa de Cataluña)	16/06/978	24.000.000.000	-	Préstamos Hipotecarios
UCI 4 (Santander)	23/06/98	6.000.000.000	-	Préstamos Hipotecarios
TDA5 (Popular, Caja Madrid, Sabadell e Ibercaja)	08/10/98	165.000.000.000	AAA	Préstamos hipotecarios bancarios
Bancaja 2	22/10/98	40.000.000.000	AAA	Préstamos hipotecarios
Hipocat 2 (Caixa de Cataluña)	27/10/98	47.500.000.000	"AAA y A" ^{***}	Préstamos hipotecarios

Fuente: C.N.M.V.



do el tipo de interés de una o varias de las clases de bonos está indexado de manera inversa (es decir, cuando el índice sube, el tipo de interés a pagar baja). Se puede poner un floor para evitar que el tipo de interés sea menor que un determinado porcentaje.

Se puede combinar ambas figuras: una emisión de CMOs con unas clases de bonos indexados directamente y otras indexadas inversamente, de tal manera que el tipo de interés a pagar sobre el total de la emisión no varíe ante movimientos del tipo de interés usado como referencia.

-Superfloater: el spread sobre el índice es un múltiplo del cambio que experimenta el índice (por ejemplo, el tipo de interés a pagar es igual al tipo de interés inicial más dos veces el cambio en el LIBOR).

Dentro de los CMO y con el fin de reducir el riesgo de prepago o retraso

en el pago surgieron los PAC (Planned Amortization Class) o tramos de amortización planificada. Estos valores aseguran un determinado calendario de amortización del principal siempre que la tasa periódica de prepago se mantenga dentro de un intervalo definido por un máximo y un mínimo. Se evita así que los inversores reciban pagos en plazos no previstos. La estabilidad que se consigue para estos tramos es a costa de otros tramos acompañantes que hacen de colchón ("companion bonds" o "support bond classes"). Cuando los flujos exceden la cantidad prevista sin llegar al máximo definido, el exceso va a parar a los inversores de los tramos colchón, y cuando los flujos percibidos no llegan a la cantidad prevista sin ser inferiores al mínimo definido los tramos colchón recibirán menos dinero. Todo ello con el fin de que los tramos PAC reciban los

pagos planeados.

Otras innovaciones posteriores han sido las clases VADM (Very Accurately defined Maturity) y TAC (Targeted Amortization Class). Los primeros, con una finalidad análoga a los PAC, pretenden conseguir la máxima exactitud en el vencimiento previsto para los títulos soportando intervalos muy amplios de variación de los flujos de pago de los préstamos hipotecarios. Los TAC protegen al inversor frente al riesgo de disminución de la vida financiera del título pero no frente al alargamiento de la misma, es decir, si los pagos reales son mayores a los planeados las clases acompañantes recibirán el exceso mientras que si los pagos reales son menores los TAC experimentarán un alargamiento de su vida.

Las operaciones de titulización rompen barreras en 1998

unos 200.000 millones de pesetas. Además, una operación que podría hacerse en el primer semestre de 1999, pero que requerirá cambios legales, es la titulización de la deuda eléctrica. La patronal de eléctricas (Unesa) ha encargado al BBV, BCH y Morgan Stanley el diseño financiero para titular algo más de un billón de pesetas procedentes de inversiones que las empresas eléctricas no van a recuperar con el nuevo marco de competencia del sector.

La titulización de la deuda eléctrica necesita de varios cambios en la legislación eléctrica, que se incluirán en la Ley de Acompañamiento de los presupuestos y en decretos posteriores, para su desarrollo. La titulización de los costes del paso a la competencia del sector eléctrico es una operación parecida a la que se hizo para la moratoria nuclear, pero de mayor volumen. Superaría el billón de pesetas. ●

Amelia Sánchez.
Bolsa de Madrid

PROXIMAS TITULIZACIONES

EMISION	FECHA	IMPORTE NOMINAL	PASIVO
<i>Emisiones presentadas en la C.N.M.V.:</i>			
- FTA Santander I	.	125.000.000.000	Titulización créditos comerciales y préstamos hipotecarios
- Europea de Titulización, S.A., S.G.F.T.	23/10/98	-	Titulización préstamos hipotecarios
ENTIDAD	FECHA PREVISTA	IMPORTE NOMINAL	PASIVO DE LOS TITULOS
<i>Operaciones que se están ultimando:</i>			
- Argentaria	Finales de 1998	200.000.000.000	Titulización préstamos hipotecarios
- Bankinter	Finales de 1998	310.000.000.000	Titulización préstamos hipotecarios
- BBV	Próximo año	200.000.000.000	Titulización préstamos corporativos
- Deuda Eléctrica (UNESA)	1º Semestre 1999	1.030.000.000.000	Titulización de la deuda eléctrica



pie de foto

■ EMISIONES STRIP O PARTIDAS

Estas emisiones fueron introducidas por Fannie Mae en 1986. Se da este nombre a las emisiones en las cuales se altera la distribución de los pagos del principal e intereses de los bonos emitidos.

Se pueden destacar las siguientes clases de Emisiones strip o partidas:

-Synthetic-coupon passthroughs: constituyen la primera generación de stripped MBS. Los bonos tienen una distribución distinta del principal y de los intereses. Por ejemplo, se puede lanzar una emisión con dos tramos A y B, en la que los bonos del tramo A reciben el 5% del total de pagos de intereses y el 95% del total de pagos de capital y el tramo B recibe el 95% del total de pagos de intereses y el 5% del total de pagos de capital. Dependiendo de las variaciones de tipo de interés y los consiguientes prepagos o retrasos ambos tramos se comportarán de manera diferente ofreciendo rentabilidades distintas.

-Interest only / principal only strips: creados a principios de

1987 estas emisiones separan los títulos emitidos en títulos sólo principal ("principal only class", PO class) y títulos sólo interés ("interest only class", IO class). Los títulos sólo principal dan derecho a percibir los flujos de principal, conociéndose su importe total pero no su distribución en el tiempo. Si los tipos de interés disminuyen aumentarán los prepagos, disminuyendo su vida y aumentando su tasa de rentabilidad. Si los intereses aumentan tendrán el comportamiento contrario. Es decir, las oscilaciones de los tipos de interés van seguidas de movimientos contrarios en el precio de los títulos.

Los títulos sólo interés dan derecho a la percepción de los flujos de intereses de los préstamos hipotecarios, no conociéndose ni su importe total ni su distribución en el tiempo. Si los tipos de interés disminuyen aumentará la tasa de prepagos, disminuyendo los pagos de intereses sobre el principal remanente. Lo contrario sucederá si los tipos de interés aumentan.

El comportamiento contrario de estos títulos, a favor o en contra de los movimientos de los tipos de interés,

los hacen útiles bien para estrategias de cobertura respecto a los tipos de interés, o bien para asumir posiciones especulativas.

■ TITULIZACION NO HIPOTECARIA FUERA DE ESPAÑA

A continuación se hace referencia a algunas operaciones de titulización no hipotecaria desarrolladas en distintos países en los últimos años. Aunque en España ha habido ya alguna operación de titulización no hipotecaria es de esperar que sean habituales en el futuro poniendo a disposición de las empresas una nueva fuente de financiación nada despreciable.

-Canary Wharf: el grupo Canary Wharf era el propietario de un edificio moderno de oficinas en Londres alquilado al 92% con inquilinos de alta calidad crediticia y con contratos de arrendamiento a largo plazo. A través de la sociedad intermedia Canary Wharf Finance titulizó los alquileres futuros a recibir a través de una emisión dividida en 4 tramos: A (270 millones de libras esterlinas), B (80 millones de libras), C (120 millones de libras) y D (85 millones de libras). Cada tramo tenía diferentes vencimientos, intereses y ratings. El dinero recibido por la venta de los bonos fue utilizado para distintos objetivos corporativos, principalmente refinanciar las deudas del grupo.

-La Défense: cinco Sociétés civiles immobilières francesas eran propietarias de cinco edificios de oficinas y comerciales en París. Todos ellos estaban alquilados a un tipo de interés indexado y los inquilinos estaban al cargo de todos los gastos e impuestos. A través de la creación conjunta de la sociedad instrumental La Défense se titulizó los alquileres de los cinco edificios a través de una emisión de tam-



bién 4 tramos: A (800 millones de francos franceses), B (525 millones de francos), C (400 millones de francos) y D (295 millones de francos).

-Foothill/Eastern System en California: financiación de una autopista en USA mediante la titulización del derecho de peaje sobre la misma. La compañía concesionaria de las autopistas subcontrató todas las actividades: diseño, construcción, mantenimiento y explotación, financiándose a través de la cesión a una sociedad intermedia de sus ingresos futuros por peaje netos de gastos. Esta sociedad intermedia emitió bonos con la garantía de dichos ingresos netos.

-Lucent Technologies: desarrolló un programa de titulización por un importe de 1.000 millones de dólares en 1997 con el fin de captar nuevas fuentes de financiación vendiendo una parte del riesgo de crédito comercial y soberano que tenía como consecuencia de financiar equipos y sistemas de telecomunicaciones a sus clientes en diversos países emergentes.

-Centerior Energy: titulizó las cuentas a cobrar facturadas y futuras de dos subsidiarias (The Cleveland Electric Illuminating Co. y The Toledo Edison Co.) por un importe de 242 millones de dólares en 1996. Debido a la baja tasa de impagados que estas compañías tenían el coste de financiación fue muy competitivo.

-Citibank: durante los primeros años de esta década Citibank atravesó una crisis que le llevó a rebajar su rating por la incertidumbre existente sobre su capacidad financiera. Esto hizo que le resultara caro emitir deuda para seguir financiando sus operaciones. En este contexto hizo emisiones de titulización en 1990 y 1991 por un importe aproximado de 25.000 y 15.800 millones de dólares utilizando principalmente sus negocios de tarjetas de créditos y préstamos



El comportamiento
contrario de estos títulos
a los movimientos de tipos
de interés, los hacen útiles
bien para estrategias
de cobertura respecto a los
tipos de interés, o bien
para asumir posiciones
especulativas



hipotecarios y en menor medida los préstamos de automóviles y préstamos al consumo.

La titulización de tarjetas de crédito se hace a través de un mecanismo de "revolving", es decir, el importe emitido es reinvertido en nuevos activos hasta que llegue el período de amortización de la emisión. La entidad originadora (la emisora de las tarjetas de crédito) vende los derechos de las cantidades presentes y futuras a recibir de una determinadas cuentas de las tarjetas de crédito de sus clientes a una sociedad instrumental que tituliza estos derechos. El importe de las cuentas variará diariamente como consecuencia de nuevos cargos y abonos, sin embargo el importe del principal permanece invariable porque es reinvertido hasta la fecha de amortización. El importe podrá variar si las cuentas a cobrar derivadas de las tarjetas de crédito incumplen los niveles predeterminados de fallidos, en cuyo caso estos fallidos se trasladarían a la emisión.

-Calvin Klein Inc: obtuvo 58 millones de dólares a través de la titulización de los royalties que recibiría de Calvin Klein Cosmetic Corp

quien tiene el derecho exclusivo al uso de la marca "Calvin Klein" en sus fragancias presentes y futuras. Los perfumes, se pensaba, serían capaces de generar anualmente 10 millones de dólares en royalties que Calvin Klein Cosmetic Corp pagaría a Calvin Klein Inc. El importe recibido fue usado por la compañía para comprar bonos emitidos anteriormente los cuales tenían un coste superior al 14%. La emisión de titulización tenía un interés medio del 6%.

-People's Bank Bridgeport: emitió desde 1993 hasta abril de 1996 cuatro emisiones de titulización de su cartera de tarjetas de crédito. Esto le permitió que su negocio de tarjetas de crédito pudiese crecer a tasas anuales de entre un 25% y un 50%. Este es un ejemplo de cómo la titulización puede utilizarse como mecanismo de financiación para aumentar la inversión en una línea de negocio sin recurrir a ampliaciones de capital, endeudamiento externo o poner en peligro ratios de liquidez.

-David Bowie: titulizó en 1997 los derechos de 300 canciones en una emisión de 55 millones de dólares a un tipo fijo de 7'9%, teniendo los títulos una vida media de 10 años. Esta emisión, asegurada en parte por una compañía de seguros, tuvo asignada un rating A3 por Moody's. Los anteriores ejemplos ilustran la potencialidad de esta operación, aplicada a varias operaciones con objetivos distintos y en las que se obtuvieron diversos beneficios. Sólo queda deseárselo el mejor futuro en nuestro país. ●

Arturo García. División de Investigación del IESE.

José Luis Suárez. Profesor del IESE