



Jaime Pozuelo¹

Ingeniero de
Telecomunicación
pozuelo@haas.berkeley.edu

Titulación o el arte de estructurar flujos de caja

La titulación de activos se conoce popularmente en el mundo anglosajón como *asset securitization* o simplemente *securitization*. Desde el punto de vista conceptual, se trata de un proceso que transforma un conjunto de activos relativamente poco líquidos, tales como un grupo de hipotecas o de préstamos, en un nuevo activo de más atractivo, mayor demanda y por tanto mayor liquidez. El concepto, siendo simple, se presta fácilmente a confusión.

Imaginemos un conjunto de hipotecas. Vistas como lo que son, hipotecas, no implican mayor atractivo y están condenadas a permanecer en el activo de un banco tradicional. Sin embargo, las hipotecas conforman un tipo de instrumento financiero que ha ganado muchos puntos en los últimos años gracias precisamente a la titulación.

Analicemos desde un punto de vista básico qué es una hipoteca. Una hipoteca supone la adquisición de la obligación de realizar futuros pagos mensuales hasta la devolución íntegra del principal e intereses. Cuando una entidad compra una hipoteca a un banco, lo que realmente está haciendo es comprar el derecho a recibir en el futuro una serie de pagos mensua-

les, que habitualmente van ligados a un tipo de interés variable EURIBOR más un diferencial o *spread*. La hipoteca lleva asociado un riesgo de impago por parte del tenedor, que se traduce en un diferencial menor o mayor.

Una vez el lector ha entendido el enfoque dado a un instrumento tan simple como la hipoteca, imaginémosnos un conjunto o *pool* de 1.000 hipotecas. Las hipotecas tienen un valor intrínseco y pueden venderse y comprarse. Una entidad financiera puede por tanto originar hipotecas y venderlas posteriormente. Por tanto una sociedad creada explícitamente con el propósito de realizar una titulación de activos, puede, sin lugar a dudas, adquirir un número elevado de hipotecas, por ejemplo 1.000.

¿Qué implica disponer de un número elevado de hipotecas?

Como hemos dicho con anterioridad, supone recibir mensualmente 1.000 pagos por parte de los tenedores de las mismas, que podrán o no incurrir en impago. El riesgo de impago existe, pero se mitiga al disponer de un elevado número de acreedores. Este fenómeno se denomina diversificación, y puede contemplarse bien según el tipo de acreedor o a nivel geográfico.

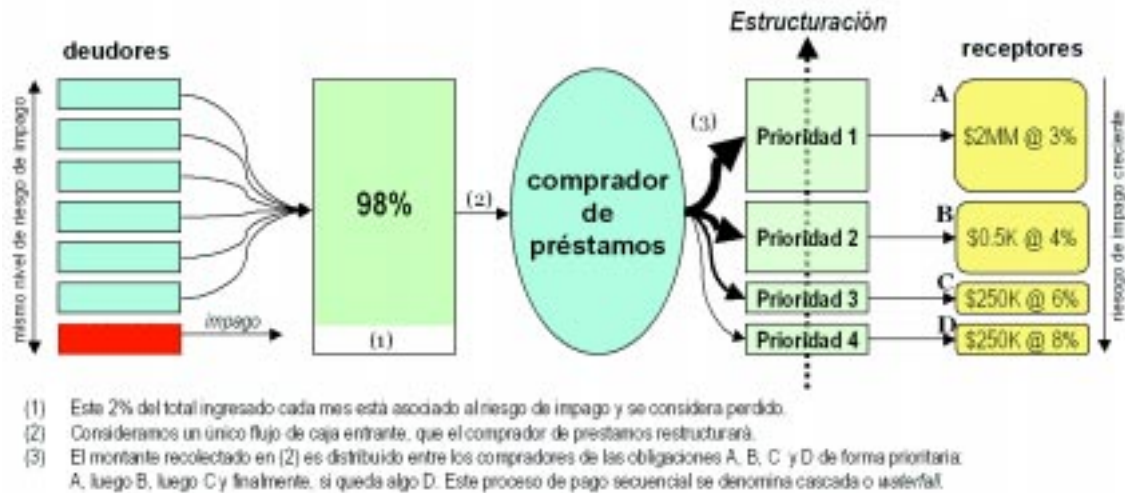
Pensemos en el flujo monetario recibido mensualmente por parte de los 1.000 pagadores que han

.....

“Se trata de un proceso que transforma un conjunto de activo relativamente poco líquidos, en un nuevo activo de más atractivo, mayor demanda y por tanto mayor liquidez”

.....

¹ Sobre el autor: Jaime Pozuelo-Monfort finalizó Ingeniería Superior de Telecomunicación en la Universidad Politécnica de Madrid en 2000. Tras cursar el MBA del Collège des Ingénieurs en París y el máster en análisis financiero en la Universidad Carlos III de Madrid, finalizó el máster en ingeniería financiera en la University of California at Berkeley. Actualmente trabaja en la ciudad de Nueva York.



contraído una obligación de pago mensual con el comprador de las hipotecas. Cada mes, el comprador de hipotecas recibe el equivalente a 1.000 pagos con una cierta variabilidad, pues el riesgo de impago siempre está latente. Un mes recibirá 987 pagos, otro mes quizás 950, pero habitualmente recibirá un número elevado de pagos, puesto que un banco no concederá una hipoteca a una persona con un riesgo de impago elevado.

El comprador de hipotecas puede vender obligaciones a inversores interesados. Para abonar las mismas, utilizará el flujo monetario procedente de las hipotecas. El comprador de hipotecas no pierde ni gana, únicamente transforma o estructura el flujo monetario y transfiere el riesgo de impago a los compradores de las obligaciones que emite.

Este proceso se denomina titulación de activos y convierte, mediante la agregación de instrumentos financieros tales como hipotecas y préstamos, un activo relativamente ilíquido en otro muy líquido y a la vez demandado.

Caso práctico

En las siguientes líneas resumimos un ejemplo práctico y simplificado de una titulación de préstamos bancarios.

Imaginemos que compramos 1.000 préstamos idénticos con el fin de realizar una titulación de los mismos. Asumiremos que cada préstamo supone la obligación, para el endeudado o contrayente de la deuda, de devolver una cantidad de 3.000 € más intereses, abonando principal y amortizando intereses a lo largo de 12 cuotas mensuales idénticas. Si suponemos capitalización simple y un tipo de interés al 5%, cada mensualidad supone aproximadamente 262,5€. Por tanto, al adquirir los 1.000 préstamos estamos recibiendo 1.000 flujos de caja al mes de un montante total de 262,5€ cada uno. El total a recibir cada mes será, como máximo de 262.500€ suponiendo que todos los prestamistas abonan sus mensualidades. A final del año habremos recibido 3 millones de € más el 5% de interés, para un total de 3,15 millones de €.

De nuevo es importante tener en mente que nadie garantiza la recepción de 262.500€ al mes. Es posible que un número indefinido de personas no pueda abonar la deuda y se declare en bancarrota. De ser así la cantidad a recibir será siempre inferior a 262.500€.

El comprador de los préstamos recibe todos los meses durante el año siguiente un flujo de caja igual

o inferior a 262.500€. El mismo comprador puede emitir obligaciones que tengan como colateral los 1.000 préstamos. El colateral no es más que una garantía de pago a los compradores de las obligaciones (la vivienda sería el colateral en el caso de una hipoteca bancaria).

Cada mes el comprador de préstamos comienza a abonar el pago de principal e intereses de forma secuencial según la prioridad, a los receptores A, B, C y D. A casi siempre recibirá la totalidad de lo que le corresponde. D por otro lado no recibirá la totalidad casi nunca. El binomio riesgo-rentabilidad es bien conocido en finanzas. A recibirá por tanto un tipo de interés inferior a D, porque el riesgo de impago asociado es inferior. El tipo de interés saliente será inferior al tipo de interés entrante del 5%. De otro modo el comprador de préstamos saldría perdiendo. A modo de ejemplo, en la figura anterior se han indicado los tipos de interés asociados a cada una de las obligaciones. El tipo de interés ponderado saliente sería del 3,83%. La diferencia entre lo que se ingresa (un 5% de interés) y lo que se abona (un 3,83%) se denomina diferencial o *spread* y sirve de colchón para amortiguar las pérdidas. Esta amortiguación recibe en inglés el nombre de *overcollateralization*. ♦