

Titulización en América Latina^{1,2}

La titulización es una técnica financiera que permite transformar activos normalmente ilíquidos o riesgosos en otros con mayor liquidez o menos riesgo. Pese al rápido crecimiento de esta actividad en los últimos años, el mercado latinoamericano aún se encuentra en sus albores, como lo demuestran su tamaño y el tipo de activos involucrados en las transacciones. Debido a sus ventajas, esta técnica debería fomentarse más en la región, aunque siempre teniendo presentes los riesgos que conlleva.

Clasificación JEL: G150, G180, G210 y O160.

La titulización en América Latina ha crecido con rapidez en los últimos cinco años. Sin embargo, el reducido tamaño de las emisiones y su falta de liquidez en el mercado secundario sugieren que el mercado de activos titulizados aún está en sus albores. A ello se suma la gran heterogeneidad del desarrollo en la región, donde dos países, Brasil y México, acaparan tres cuartas partes del total de emisiones de bonos domésticos titulizados en 2006. Aunque ello se debe en parte a las diferencias en el tamaño de las economías y en el grado de desarrollo de los sistemas financieros regionales, también podría explicarse en algunos países por lo novedoso de los marcos jurídicos que rigen esta actividad.

La financiación estructurada puede favorecer al sistema financiero, al transformar activos que suelen ser ilíquidos o riesgosos en otros con mayor liquidez o menor riesgo. Por ello, suponen una fuente alternativa de financiación a largo plazo tanto para los mercados locales como transfronterizos, al tiempo que pueden fomentar el desarrollo de los mercados de bonos domésticos, mejorando con ello la eficiencia del mercado bancario y financiero, al aumentar la competencia para suplir las necesidades de financiación de los clientes.

¹ Las opiniones expresadas en este artículo son las de sus autores y no reflejan necesariamente las del BPI. Agradecemos a Mark Salgado y Samuel Fox de Fitch Ratings el acceso que nos han facilitado a algunos de los datos utilizados. También agradecemos las opiniones de Claudio Borio, Angus Butler, Jacob Gyntelberg, Gregor Heinrich, Frank Packer y Bill White, así como la colaboración de Rodrigo Mora.

² *NdT.* El término en inglés «*securitisation*» tiene distintas traducciones al español, como titulización, bursatilización, titularización o securitización

El proceso de titulización en América Latina ya ha contribuido a mejorar la liquidez de los préstamos locales para adquisición de vivienda y para consumo. De hecho, su desarrollo ha sido similar al de otras regiones, como Asia, aunque con algunas diferencias. En primer lugar, las crisis de finales de los años 90 y principios de la década actual retrasaron o incluso interrumpieron la introducción de leyes para mejorar la estructura jurídica necesaria para el proceso de titulización. En cambio en Asia, estas crisis tuvieron el efecto contrario, pues parecen haber fomentado la adopción de nueva legislación. En segundo lugar, ciertos instrumentos diseñados para transformar el riesgo de crédito, como por ejemplo los bonos de titulización de deuda (CDO), se encuentran muy poco desarrollados en el mercado latinoamericano, mientras que en Asia su uso se ha expandido rápidamente (Gyntelberg et al (2007)).

En este artículo analizamos las principales características del proceso de titulización en América Latina, describiendo primero en qué consiste para evaluar después el desarrollo de este mercado en la región, tanto en su segmento transfronterizo como en el doméstico. A continuación, se destacan las principales ventajas que aporta esta técnica de financiación y se discuten algunos de los desafíos y riesgos asociados a ella. Por último, presentamos nuestras conclusiones.

El proceso de titulización

La titulización es un proceso que permite a una entidad reagrupar activos no comerciables o flujos de efectivo en un activo comerciable mayor, para venderlo a continuación en forma de títulos valores. A su vez, dichos títulos están garantizados por el conjunto de activos subyacentes y su correspondiente flujo de efectivo³.

La titulización transforma activos ilíquidos o de riesgo en otros con más liquidez o menos riesgo

La titulización suele conllevar la emisión de títulos fuera de balance contable mediante la utilización de una entidad instrumental especializada (SPV) o un fideicomiso (*trust*). En este proceso, el originador selecciona un conjunto de activos de su cartera y los vende a la SPV⁴, la cual desvincula legalmente los activos subyacentes del originador y financia la compra de los activos emitiendo títulos valores para inversión, que mantendrá en todo momento en fideicomiso⁵. Una vez emitidos los títulos, el capital y los intereses de los activos subyacentes son agrupados y administrados por un agente de

³ Hoy en día, existen diversas técnicas de titulización con diferentes grados de complejidad que pueden aplicarse a distintas clases de activos y entidades. En los mercados desarrollados, los derivados financieros han hecho posible la titulización sintética, por la que el riesgo de crédito del conjunto de activos titulizados se transfiere a un tercero mediante derivados crediticios, sin tener que traspasarse directamente la propiedad de los activos.

⁴ Suelen elegirse activos homogéneos en cuanto a su calidad crediticia, vencimiento y riesgo de tasa de interés.

⁵ Esta separación legal es esencial en el proceso de titulización, ya que garantiza que, aunque quebrara el tenedor original, los activos pignorados seguirían respaldando la emisión en los términos pactados originalmente, con lo que la SPV se consideraría «blindado» frente a la quiebra.

pago (*servicer*) y re canalizados hacia los inversionistas a través de la SPV. Normalmente, la SPV también protege al conjunto de activos frente a impagos, mejorando con ello la calidad del subyacente mediante un proceso conocido como *mejora crediticia*. Dicha mejora puede llevarse a cabo de distintas formas, por ejemplo mediante sobrecolateralización (cuando el valor de los activos es superior al de los títulos emitidos), pólizas de seguro, cartas de crédito, subordinación de tramos para que absorban las primeras pérdidas o utilización de agencias de patrocinio (como gobiernos o instituciones multilaterales) que garanticen los pagos o fondos de reserva.

La titulización en América Latina

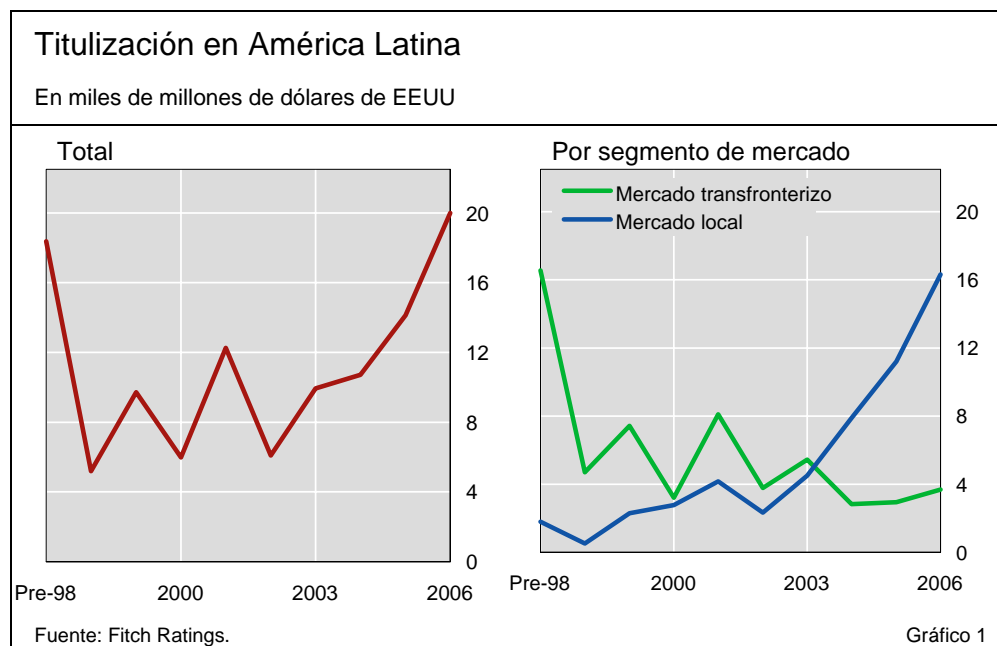
La titulización se ha expandido con rapidez...

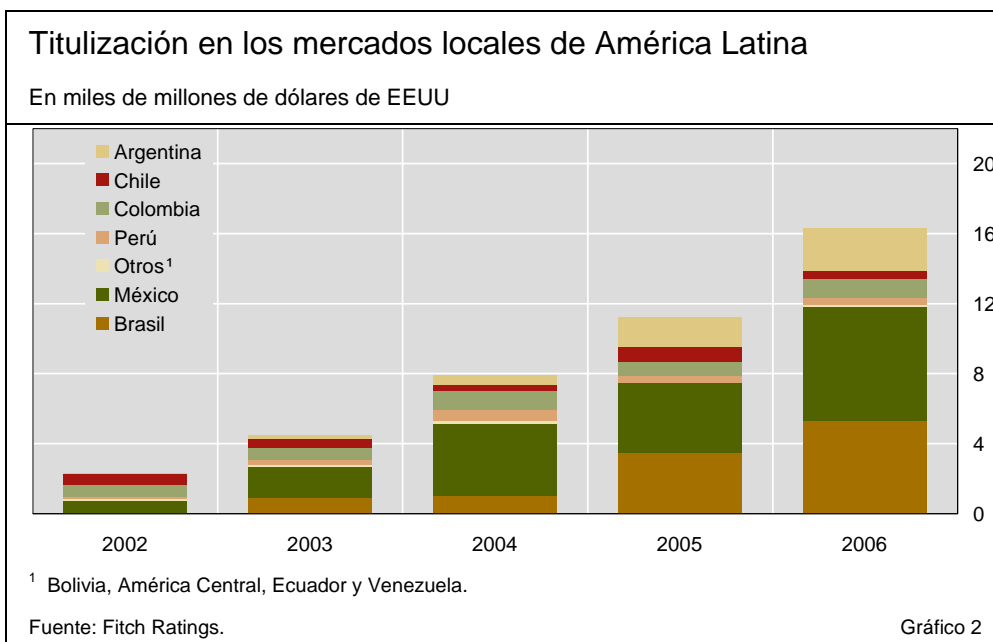
Las operaciones estructuradas se han expandido con rapidez en América Latina desde el año 2003, alcanzando el total de nuevas operaciones los 20.000 millones de dólares en 2006, frente a apenas 6.000 millones en 2002 (véase el Gráfico 1). Del total de operaciones en 2006, más de 16.000 millones de dólares correspondían a emisiones en los mercados locales, mientras que las transacciones transfronterizas sólo alcanzaron los 3.600 millones. Pese a esta favorable evolución, el mercado de productos titulizados en América Latina continúa siendo reducido, sobre todo si se compara con los de regiones desarrolladas u otras economías emergentes como Asia (Gyntelberg et al (2007) y Gyntelberg y Remolona (2006)).

... evolucionando desde un mercado netamente transfronterizo...

En líneas generales, el desarrollo de la titulización en América Latina puede dividirse en tres etapas. En la primera, previa a la crisis de finales de los años 90, el mercado estaba dominado por operaciones transfronterizas (véase el Gráfico 1), los activos o flujos titulizados se denominaban en divisas y la financiación se limitaba a los originadores más importantes, solventes y financieramente sólidos de cada país.

La segunda etapa comenzó con la agitación financiera de finales de dicha década, a la que siguió un periodo de inestabilidad de mercado tras la





suspensión de pagos de Argentina en 2001 y las elecciones presidenciales en Brasil en el año 2002. A lo largo de ese periodo, la emisión transfronteriza fue volátil y se situó en niveles muy inferiores a los alcanzados antes de la crisis (véase el Gráfico 1). No obstante, mientras que otros países de la región se estacaban, la financiación estructurada de hecho creció en Chile y Colombia, en especial por la introducción de nuevos marcos jurídicos que dio un primer impulso a los bonos de titulización hipotecaria (MBS)⁶.

La tercera fase comenzó en torno a 2003, cuando la pujante recuperación de los mercados permitió a los originadores de menor categoría crediticia y que no tenían acceso a los mercados internacionales obtener financiación de bajo costo a través de la titulización en los mercados domésticos. Se produjo entonces una rápida expansión de la titulización de hipotecas comerciales y residenciales, de préstamos al consumo y para la compra de automóvil, así como de derechos de cobro, con lo que el mercado local comenzó a superar en tamaño al transfronterizo.

El desglose por países de la emisión local de bonos en titulización indica que los acontecimientos de Brasil y México explican en gran medida la expansión agregada en la región. De hecho, una serie de iniciativas legales hicieron más viable esta técnica (véase el recuadro). En 2006, la emisión en ambos mercados alcanzó 5.300 y 6.500 millones de dólares respectivamente, lo que en conjunto supone casi tres cuartas partes del total de la emisión local en la región (véase el Gráfico 2). En tercer lugar se sitúa el mercado argentino, que pese a su expansión, mantiene una estructura que aún refleja los efectos de la crisis de 2001. En concreto, los préstamos garantizados por el Gobierno aún representaban en torno al 15% del total de emisión doméstica en 2006.

... hacia un mercado local...

... con una evolución dispar entre los países de la región

⁶ En el caso de Chile, fue la Ley de Mercado de Valores de 1981 (enmendada en 2002) y en Colombia fue la Ley 546 de 1999.

Componentes de la titulización en Brasil y México

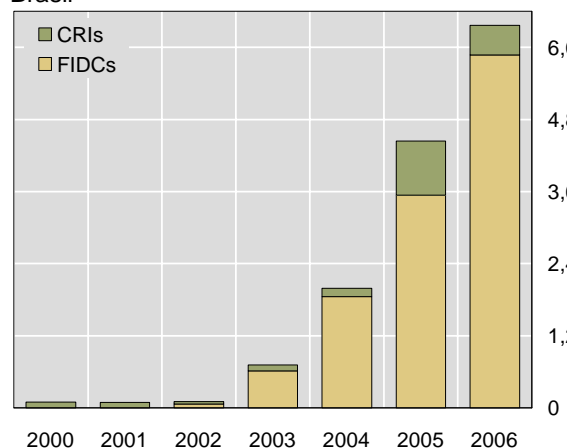
Brasil y México se han convertido en los dos mayores mercados de títulos estructurados de América Latina. En ambos casos, esta expansión se explica por la mejora de las condiciones macroeconómicas, la gestión fiscal y monetaria, y la introducción de nuevos marcos de titulización.

En Brasil, la introducción en 2001 de los Fondos de Inversión em Direitos Creditórios (FIDCs) ha propiciado el reciente crecimiento. Los FIDC son vehículos de emisión de bajo costo que están «blindados» frente a quiebras y que ofrecen a determinadas empresas una alternativa al crédito bancario tradicional. Entre los tipos de activos subyacentes que respaldan estas operaciones se incluyen los préstamos personales con devolución deducible de la nómina (créditos consignados), los préstamos para la compra de vehículos, las tarjetas de crédito, las facturas del agua, gas y electricidad, así como los flujos comerciales. Por sectores, las instituciones financieras son las que lideran la originación de los derechos de cobro (40%), seguidas de los servicios públicos y del negocio minorista, con un 26% respectivamente. La mayoría de las emisiones se colocan ahora en los mercados públicos de capitales, mientras que anteriormente solía recurrirse a emisiones privadas. Mientras que los FIDC han mostrado un crecimiento sostenido desde 2003, los títulos respaldados por hipotecas tanto residenciales (RMB) como comerciales (CMBS) han seguido una tendencia más volátil y un desarrollo más lento, representando sólo el 9% de todas las operaciones estructuradas realizadas en 2006. En este segmento dominan los Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs), respaldados por bienes inmuebles y emitidos por sociedades de titulización.

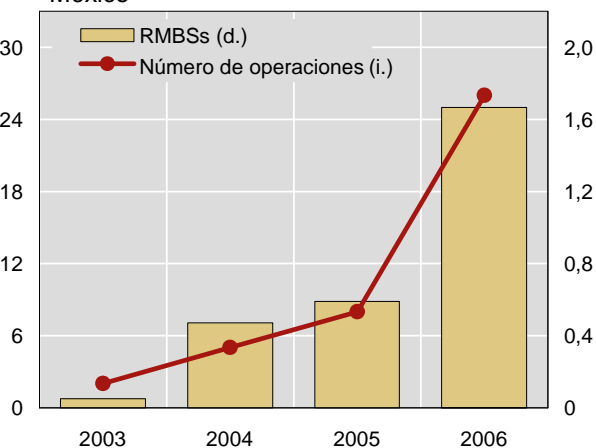
Titulización en Brasil y México

En miles de millones de dólares de EEUU

Brasil



México



Fuentes: Comissão de Valores Mobiliários (CVM); Fitch Ratings.

Por su parte, el mercado mexicano es el mayor en el segmento de RMBS. La mayor parte de su desarrollo se debe a una enorme voluntad política para compensar el enorme déficit de vivienda (estimado en torno a los siete millones de unidades) y a una serie de reformas legislativas. En el año 2001, el Gobierno federal mexicano creó la Sociedad Hipotecaria Federal (SHF), un banco de desarrollo a escala federal destinado a conceder préstamos y garantías para la financiación y construcción de vivienda y a ayudar a la titulización de créditos concedidos a través de intermediarios financieros. La SHF, en calidad de banco y garante hipotecario, se encarga de: (i) proporcionar financiación a largo plazo a los intermediarios financieros y cubrir el riesgo de tasas de interés; (ii) proporcionar seguros hipotecarios; y (iii) asegurar la oportuna amortización de los bonos. Así pues, esta institución ha cerrado una importante brecha relacionada con la falta de las garantías gubernamentales necesarias para introducir los MBS en los mercados secundarios. No obstante, a partir de 2009 la SHF tiene prohibido por ley financiar a los intermediarios financieros, por lo que deberán encontrarse fórmulas alternativas para financiar las hipotecas y ya existen planes para favorecer el desarrollo de un mercado de titulización de hipotecas como fuente principal de financiación para el mercado de la vivienda. Además, aunque todos los títulos de la SHF están actualmente respaldados por el Gobierno federal, a partir de 2013 dejará de ser así y pasará a ser autosuficiente.

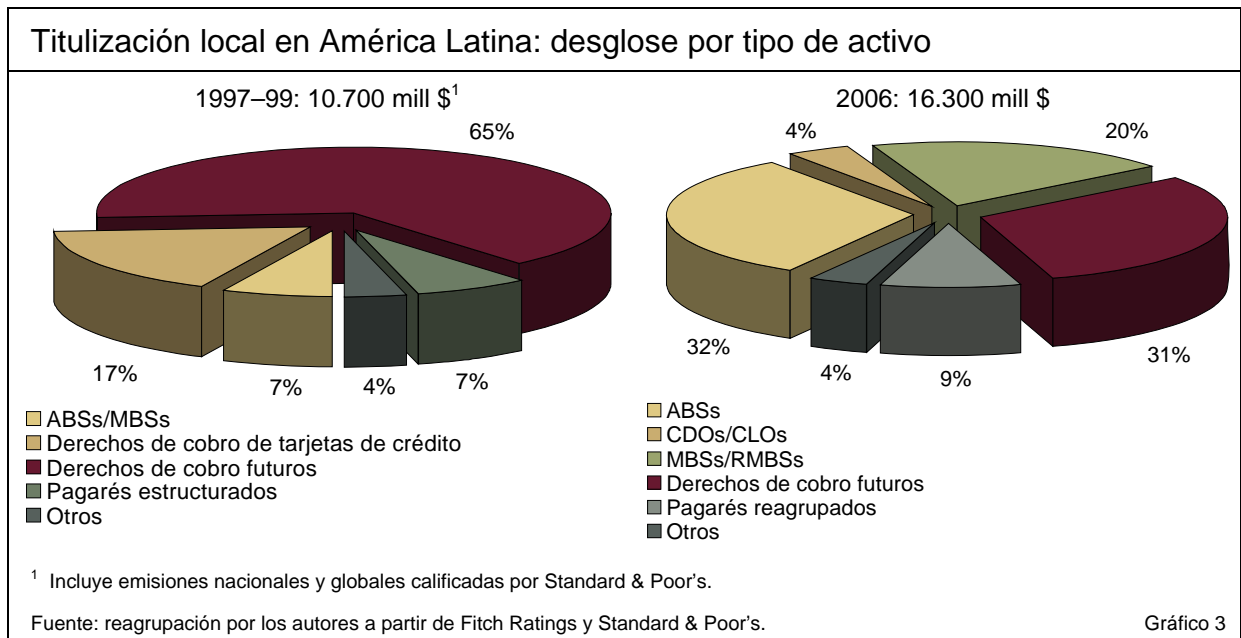
Por su parte, los mercados de Chile y Colombia han perdido impulso en los últimos años, tras haber mostrado síntomas prometedores en la segunda etapa antes mencionada. Por ejemplo, Chile ha registrado una desaceleración significativa desde 2004, cayendo la emisión desde 273 millones de dólares en 2003 hasta sólo 127 millones en 2006⁷. Esto se produjo tras una crisis por amortizaciones anticipadas de RMBS (bonos de titulización hipotecaria residencial) y la aparición de formas alternativas de financiar hipotecas a través de pagarés crediticios. Con todo, se prevé que estos mercados retomen pronto su crecimiento, y lo mismo cabe esperar en el caso de Perú.

Desglose por tipo de operación

El tipo de activos utilizados en las titulaciones también indica que el mercado está madurando (véase el Gráfico 3). La transformación más significativa ha sido el abandono de las operaciones con flujos de efectivo futuros en el mercado transfronterizo en favor de títulos respaldados por activos más tradicionales (ABS, bonos de titulización de activos) en el mercado local. Así, mientras que en la década de los 90 predominaban los derechos de cobro por exportaciones y por tarjetas de crédito, en 2006 se ha apreciado el auge de una estructura de activos más variada.

Las titulaciones tradicionales (ABS) han reemplazado las titulaciones de flujos futuros...

A este cambio de panorama también han contribuido algunos acontecimientos concretos. En primer lugar, se han lanzado emisiones estructuradas que no gozaban de grado de inversión. En segundo lugar, los CDO (bonos de titulización de créditos) hicieron su aparición en 2006, siendo Brasil el primer país donde estos títulos se negociaron en el mercado local⁸.



⁷ En 2004, las tasas de amortización anticipada alcanzaron niveles inusitados debido a la caída de las tasas de interés locales.

⁸ En Argentina, durante años se emitieron CLO (bonos de titulización de préstamos), pero desde la suspensión de pagos de diciembre de 2001 estas operaciones han solido ser de escasa cuantía y a corto plazo, limitándose únicamente al sector agrícola exportador.

En tercer lugar, en México se han emitido con éxito ABS en los que los flujos del colateral subyacente están denominados en pesos, mientras que el bono se denomina en una de las principales divisas globales. Sin duda, este tipo de estructura genera un descalce de monedas que exige mercados de *swaps* bien desarrollados para cubrir el riesgo de tasa de cambio. Dado que los mercados de *swaps* aún no están plenamente desarrollados en otros lugares, no es probable que los demás países de la región imiten el ejemplo mexicano en un futuro cercano. Estas operaciones se han visto alentadas por la mejora de las calificaciones crediticias soberanas y por la consolidación de los mercados en moneda local, que han eliminado la necesidad de recurrir a las mejoras crediticias típicas de las transacciones de flujos futuros para poder acceder a los mercados.

... pero la actividad aún es escasa con los CDO

A pesar del progreso realizado hasta la fecha, todavía queda mucho camino por recorrer. Por ejemplo, con la excepción de Brasil y México, las operaciones estructuradas suelen estar dominadas por un único tipo de activo. En 2006, las tarjetas de crédito acaparaban el 45% de todas las operaciones en Chile, mientras en Colombia el 60% del mercado consistía en RMBS y en Perú el 46% correspondía a transacciones relacionadas con flujos de efectivo futuros.

Ventajas que ofrece la titulización

Las operaciones de titulización pueden aportar sustanciales beneficios para la región. Por ejemplo, pueden ayudar a completar los mercados financieros, mitigar el riesgo soberano, mejorar la capacidad de recuperación de los mercados ante tensiones financieras y proporcionar una fuente de financiación alternativa al sistema financiero tradicional para vivienda.

Completa los mercados financieros domésticos

La titulización puede mejorar la liquidez y la calidad crediticia...

La titulización puede hacer más completos los mercados financieros domésticos principalmente de dos maneras. La primera es creando activos líquidos a partir de otros que no lo son tanto, como los préstamos hipotecarios para vivienda, el crédito a los hogares y otros derechos de cobro. En segundo lugar, puede mejorar la calidad crediticia de los activos estructurados a través de técnicas de mejora del crédito, ayudando así a cerrar la brecha entre la calidad de los instrumentos que los prestatarios pueden ofrecer y la que los inversionistas prefieren mantener. En América Latina, apenas se utilizan las técnicas de titulización destinadas a mejorar el perfil crediticio de los activos subyacentes, como es el caso de los CDO. De hecho, estos instrumentos tan sólo representaban el 3%, 10% y 6% del total de activos en Argentina, Brasil y México respectivamente.

Reduce el riesgo soberano

... reducir el riesgo soberano...

Durante años, la titulización transfronteriza ha ofrecido a la región una fuente viable de financiación, al contribuir a reducir el riesgo soberano. Las empresas locales a menudo solían toparse con obstáculos históricos que dificultaban su financiación en el exterior, a causa de las bajas calificaciones crediticias de

sus países o del riesgo político percibido, independientemente del historial crediticio del que gozaran dichas sociedades. Por tanto, algunas de ellas recurrieron a unas estructuras conocidas como titulaciones de flujos futuros (FFS) para acceder a los mercados internacionales de capital a pesar de las mencionadas limitaciones, incluso en periodos de tensión.

Las FFS son títulos de deuda en los que el originador transfiere derechos de cobro futuros en moneda extranjera (flujos de ingresos) hacia una cuenta mantenida en una SPV situada en otro país. Al estar esta SPV en el extranjero, se hace difícil que el Gobierno interfiera, mitigando por tanto el riesgo político. Asimismo, muchas FFS no sólo están sobrecolateralizadas, al generar flujos de ingresos superiores a las necesidades de pago de la cuenta de fideicomiso con la que se paga la deuda, sino que también cuentan con mejoras crediticias incorporadas en forma de seguros de bonos. Además, dado que las FFS aseguran que los pagos se dirijan al *trust* en el extranjero, reducen el riesgo soberano de transferencia y convertibilidad.

En la actualidad, este tipo de estructuras han perdido parte de su atractivo, debido por un lado a los reducidos diferenciales soberanos existentes, y por el otro a la expansión de los mercados de bonos domésticos en la región. Parece probable que, en la medida en que siga mejorando la calidad crediticia, la necesidad de recurrir a FFS transfronterizas seguirá siendo reducida.

Asegura una fuente de financiación en momentos de crisis

Los mercados domésticos de titulación podrían ayudar a asegurar la financiación en momentos difíciles en los que no fuera posible acceder a los mercados de deuda internacionales. Argentina ofrece un buen ejemplo en este sentido. Durante la crisis por la que atravesó hace unos años, algunos activos titulizados obtuvieron mejores rendimientos que los títulos de deuda tradicionales no garantizados o productos similares. En concreto, los préstamos al consumo sortearon bien la crisis, lo cual puede explicarse por dos motivos. En primer lugar, los bonos subyacentes se emitieron en pesos, por lo que los originadores cuyos ingresos también estaban denominados en esa moneda pudieron seguir haciendo frente a sus pagos pese a la depreciación de la moneda. En segundo lugar, aunque se produjo un repunte de las tasas de mora e impago de los activos subyacentes, las mejoras crediticias consiguieron evitar cualquier impago sobre los bonos (Fitch Ratings (2007b)).

... asegurar la financiación en periodos de crisis...

Financiación para vivienda

La titulación de préstamos residenciales puede ofrecer una importante alternativa o mejora para la financiación de la vivienda. Al agruparse los préstamos hipotecarios y crearse nuevos títulos destinados al mercado secundario, es posible conceder préstamos sin que tengan que estar respaldados por depósitos. De este modo, la titulación soluciona un posible problema de desfase de vencimientos que podría restringir la concesión de

... y reducir el déficit de vivienda en la región

préstamos para adquisición de vivienda, al tiempo que reduce la concentración geográfica del crédito.

En América Latina, se hacen especialmente necesarias nuevas fuentes de financiación, estimándose actualmente el déficit de viviendas en 54 millones de unidades. Desde este punto de vista, el desarrollo de los mercados estructurados secundarios también puede desempeñar una importante labor de desarrollo social y económico.

Retos y riesgos de cara al futuro

Panorama favorable para la titulización en la región, pero...

La titulización en América Latina ha crecido de forma significativa en los últimos cinco años, respaldada entre otros factores por un entorno macroeconómico más estable y por una serie de cambios en el plano legislativo. No obstante, este mercado todavía se encuentra en sus albores, como lo demuestran su reducido tamaño y la escasa diversificación de sus activos. En esta sección se destacan algunos de los principales retos que podrían impedir el desarrollo de la titulización en la región, así como ciertos riesgos que podrían plantear las operaciones estructuradas.

Reducido tamaño de los mercados

... algunos mercados son pequeños...

Para que la titulización sea viable desde el punto de vista económico, el volumen de los activos agrupados debe ser suficiente para justificar el costo del proceso. En el caso de América Latina, algunas clases de activos todavía no se han desarrollado bastante como para justificar su agrupación. Por ejemplo, dado que sus mercados de deuda corporativa se circunscriben únicamente a sociedades de primer orden y elevada calificación y que no existen bonos de empresas de segunda o tercera categoría, la región no ha podido beneficiarse de la titulización de deuda corporativa de alto riesgo.

Marco jurídico

... los marcos jurídicos aún pueden mejorarse...

La eficacia de la titulización depende sobremanera del marco jurídico del país en el que se lleva a cabo. Cualquier reglamentación que dificulte la transferencia del activo subyacente o la asignación de los derechos de propiedad afectará tanto a la facilidad del proceso como a la gama de activos aptos para su titulización. La mayoría de los países de la región ha introducido regulación destinada a mejorar el marco jurídico para la titulización, aunque todavía hay margen de mejora para fomentar esta técnica de financiación.

En el caso de México, el desarrollo de la titulización permaneció restringido durante algún tiempo debido a la prohibición impuesta a los fideicomisos que emitían deuda, aunque también influyó la lentitud de los procesos para ejecutar las garantías, por lo que sólo fue posible su utilización tras la introducción de importantes reformas legales. En 1996, se aprobaron una serie de leyes para acelerar los trámites de ejecución de las garantías y facilitar la transferencia de las hipotecas, a las que siguieron diversas reglamentaciones en 2000 y 2003 para permitir que los fideicomisos actuaran como SPV. Asimismo, la enmienda de 2001 a la Ley de Mercado de Valores

de 1975 introdujo el certificado bursátil, cuya emisión resultó muy atractiva para las SPV.

En Brasil, el mercado estructurado se ha beneficiado mucho de la creación de los fondos de derechos crediticios (FIDC) en 2001. Ni esto ni las importantes reformas reguladoras destinadas a estimular la titulización de un conjunto más amplio de activos⁹ han conseguido impulsar los mercados de RMBS (sobre hipotecas residenciales) y CMBS (sobre hipotecas comerciales), que han sufrido la ausencia de un procedimiento eficaz y transparente para la ejecución de garantías, así como problemas relacionados con la transferencia efectiva de las obligaciones de deuda.

Limitaciones informativas

La titulización de activos exige el manejo de numerosa información. Así, para estructurar una operación, hay que informar con gran detalle sobre la naturaleza de los activos agrupados y su rendimiento. En las economías emergentes, los nuevos originadores suelen pasar por alto este aspecto, lo que incrementa el tiempo y el costo de la estructura (Fitch Ratings (2007a)). Por tanto, las sociedades que se decantan por la titulización deben comprometerse a desarrollar sistemas adecuados para gestionar la información y contar con capacidad suficiente para respaldar estas operaciones, incluyendo procedimientos para la creación y el servicio del crédito¹⁰.

... al igual que la divulgación de información...

En América Latina, las dificultades para obtener los datos y utilizarlos complican la evaluación del riesgo y el proceso de titulización en general, debido en parte a la falta de bases de datos adecuadas. Asimismo, algunos de los activos que se titulan cuentan con historiales crediticios relativamente cortos, como por ejemplo las hipotecas, lo que complica el análisis a lo largo de un ciclo económico completo¹¹.

Además, incluso cuando se dispone de los datos necesarios, deben procesarse correctamente. Un posible problema es que el cálculo de ciertos indicadores puede diferir entre países, como ocurre por ejemplo con el cálculo de la mora, ya que según las normas internacionales, en cuanto un prestatario se retrasa en el pago, toda la posición pendiente debe clasificarse como en mora, mientras que en las economías de mercado emergentes la mora puede calcularse de un modo distinto. Así, muchas sociedades poseen conjuntos de

⁹ La Ley 9514 de 1997 instauró el marco jurídico para la creación de títulos respaldados por hipotecas (CRI) e introdujo la figura de la «alienação fiduciária», por la que se transfería la titularidad desde el prestatario hacia el fideicomisario durante la vigencia del préstamo.

¹⁰ Esto podría incluir políticas y procedimientos inequívocos e integrales para: la suscripción del crédito; la valoración, registro y monitoreo del colateral; la normalización y documentación de los contratos; la estrecha vigilancia; la dotación de provisiones; y los sistemas de divulgación de información.

¹¹ Fitch Ratings enumera una serie de datos que son necesarios para llevar a cabo un proceso de titulización, como son las características de los diferentes deudores (ubicación, solvencia, etc.), la estructura de los derechos de cobro (monto inicial, plazo, tasa de interés, moneda de denominación, saldo pendiente y vencimiento residual) y las características del colateral subyacente.

préstamos, arrendamientos o derechos de cobro pendientes con agencias gubernamentales que dejan de pagarse durante un tiempo pero que finalmente se abonan en su totalidad (Fitch Ratings (2007a)), por lo que no suelen clasificarse como impagos, independientemente de la duración de la mora. Esta circunstancia puede plantear problemas imprevistos para los inversionistas, ya que las carteras titulizadas deben abonarles puntualmente sus pagos, los cuales se financian únicamente con el efectivo que generan los créditos subyacentes.

Ampliar la base inversora

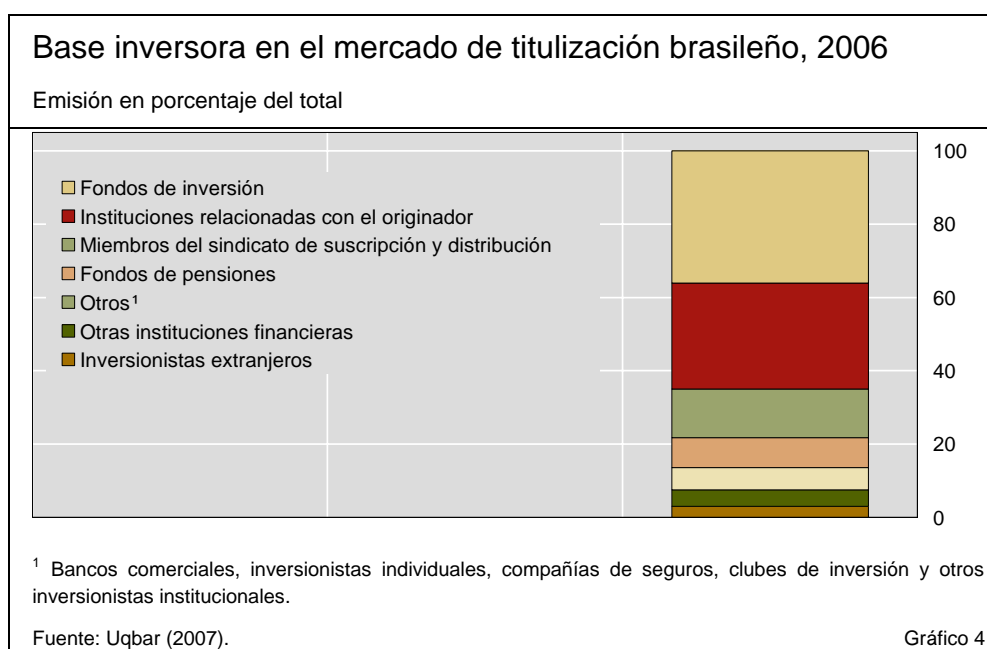
... y la base de inversionistas es pequeña

La existencia de una importante demanda de títulos estructurados es sin duda crucial para el desarrollo de estos mercados. Sin embargo, aunque la base de inversionistas locales se ha reforzado en la región, todavía resulta bastante reducida. En Brasil, por ejemplo, el mercado de titulizaciones comenzó con apenas unos pocos inversionistas privados locales e instituciones multilaterales, y hoy en día está dominado por tres grandes tipos de inversionistas domésticos, que dejan así a los inversionistas extranjeros con una representación marginal (véase el Gráfico 4). La limitada base de inversionistas en toda la región podría explicarse por las restricciones a la inversión por parte de instituciones y por la consiguiente falta de sofisticación. Este último punto queda perfectamente ilustrado en el caso de México, donde los fondos de pensiones sólo estaban autorizados a invertir en títulos gubernamentales y, al abolirse esta prohibición, su falta de experiencia en la administración de activos les hizo interesarse sólo por las obligaciones de las sociedades de mejor calificación crediticia.

Consideraciones sobre el riesgo

La titulización puede crear nuevos riesgos debido a...

El desarrollo de la titulización de activos puede generar nuevas fuentes de riesgo asociadas, por ejemplo, a la dificultad para evaluar el riesgo de crédito,



los conflictos de intereses relacionados con las agencias de calificación, el riesgo de amortización anticipada y las tasas de intereses aplicadas a los títulos.

La capacidad de los inversionistas para valorar el riesgo de crédito de los productos estructurados puede verse cercenada por su complejidad y sofisticación financiera. Se observan indicios de que los inversionistas no siempre valoran adecuadamente los riesgos inherentes a los distintos tramos (ej. *mezzanine* y *equity*) en que se divide el instrumento final. Otra consideración sería la limitada disponibilidad de datos fiables sobre los historiales crediticios, dado que reduce la capacidad para prever el impago de las obligaciones subyacentes. Por último, la volatilidad del entorno macroeconómico, que ha solido caracterizar a las economías de la región, tampoco ha ayudado a la hora de evaluar los riesgos de crédito.

... las dificultades para evaluar el riesgo de crédito...

La utilización de agencias de calificación crediticia en los mercados de financiación estructurada también puede conllevar algunos riesgos. En las primeras etapas del desarrollo de esta técnica, las nuevas emisiones suelen ser bastante fáciles de calificar, ya que se componen de activos homogéneos como hipotecas residenciales, para las que la probabilidad de impago se calcula de forma relativamente sencilla mediante la ley de los grandes números (aunque dependiendo siempre de la disponibilidad de datos). Sin embargo, a medida que los mercados evolucionan, comienzan a agruparse activos más heterogéneos través de estructuras más sofisticadas, y las agencias de calificación se involucran más en el proceso de estructuración y emisión, lo que puede dar lugar a conflictos de intereses al depender sus comisiones de la culminación exitosa del proceso de titulización (BPI (2005)).

... conflictos de intereses relacionados con las agencias de calificación...

El riesgo de amortización anticipada también puede ser preocupante, en concreto para los MBS. En algunos países, los prestatarios pueden amortizar sus hipotecas en cualquier momento y obligar a los emisores a recomprar sus títulos. Cuando los inversionistas sufren un cambio así en la duración de sus carteras, intentan volver a su objetivo de duración reemplazando los títulos readquiridos mediante hipotecas de nueva emisión, títulos estándar de renta fija o posiciones en futuros sobre bonos gubernamentales. Esta decisión presiona a su vez sobre el precio de los títulos de renta fija y, por consiguiente, sobre las tasas de interés. Esta espiral de desestabilización puede aumentar la volatilidad del mercado o frenar el desarrollo del mismo, como ocurrió en Chile en 2004. Las tasas de interés en América Latina han solido ser más volátiles que las de economías más desarrolladas. En cualquier caso, aún no está claro si esta mayor volatilidad podría traducirse en mayor riesgo de amortización anticipada.

... el riesgo de amortización anticipada...

Por último, el tipo de tasa de interés que se paga a los títulos emitidos para respaldar la titulización también puede entrañar una serie de riesgos. En América Latina, la mayoría de estas operaciones se realiza con valores bien ligados a la inflación (por ejemplo los RMBS en Brasil o México) o bien que permiten un desajuste entre la tasa de retorno sobre el colateral y la del título emitido. Los títulos con tasa de interés a corto plazo y ligados a la inflación pueden proporcionar cierta protección a los inversionistas que aumenta el

... y el tipo de tasa de interés aplicada a los títulos emitidos

atractivo de la operación, pero en un entorno de elevada volatilidad, si el conjunto de activos subyacentes no presenta un flujo de efectivo idéntico al de los bonos emitidos, los ingresos de los activos originales podrían resultar insuficientes para hacer frente a las obligaciones de pago. Aunque las mejoras crediticias ofrecen medios para resolver estos descalces, no está claro hasta qué punto serían suficientes en momentos de tensión financiera. Hasta la fecha, muy pocas operaciones en la región se han realizado con títulos a tasa fija, de hecho sólo una, en el mercado mexicano de RMBS (abril de 2006).

Conclusiones

Aunque la titulización en América Latina ha crecido con rapidez en los últimos años, el mercado aún se encuentra en sus primeras etapas de desarrollo. La titulización puede aportar grandes beneficios para la región, en concreto al consolidar el desarrollo de los mercados financieros locales y mejorar su capacidad de ajuste ante choques adversos. Todos estos beneficios hacen que deba promoverse y desarrollarse una sólida infraestructura en la que pueda apoyarse esta actividad. En este sentido, hay que resolver una serie de retos para poder facilitar este proceso y reducir sus costos. Al mismo tiempo, la experiencia reciente en los mercados desarrollados sirve de aviso sobre los riesgos que podría conllevar el proceso de titulización.

Referencias

Banco de Pagos Internacionales (2005): «The role of ratings in structured finance: issues and implications», *CGFS Paper* nº 23.

Fitch Ratings (2007a): «Securitisation in emerging markets: preparing for the rating process», *Structured Finance, International Special Report*.

Fitch Ratings (2007b): «Structured finance in Latin America's local markets: 2006 year in review and 2007 outlook», *Structured Finance, International Special Report*.

Gyntelberg, J y E Remolona (2006): «Titulización en la región de Asia y el Pacífico: implicaciones para los riesgos de liquidez y de crédito», *Informe Trimestral del BPI, junio*, pp 65–75.

Gyntelberg, J, E Remolona y C Tovar (2007): «Securitisation in Asia and Latin America compared», en L Rob de Vries y P Ali (eds), *Innovations in securitisation, Yearbook 2007*, Kluwer Law International.

Jeanneau, S y C Tovar (2006): «Los mercados de deuda nacional en América Latina: logros y retos», *Informe Trimestral del BPI, junio*, pp 51–64.

Uqbar (2007): *The Brazilian securitization market: a primer*, edición especial.