

# ¿CÓMO Y POR QUÉ HACER UNA OPERACIÓN DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS?

Jorge Lazo\*  
Abogado  
Universidad de Lima

Fátima de Romaña\*\*

*La utilización de activos es un mecanismo alternativo de financiamiento que consiste en transformar activos ilíquidos o de lenta rotación en valores mobiliarios que son ubicados en el mercado de capitales, para así obtener dinero en efectivo y adelantar ganancias futuras. Como resultado de la experiencia exitosa de la titulización de activos en otros países, el legislador consideró oportuno regular los aspectos generales aplicables a los procesos de titulización de activos en el nuevo texto de la Ley de Mercado de Valores, dictándose además el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos (Resolución CONASEV 001-97-EF). El autor del presente artículo pretende precisar las características básicas de la operación de titulización de activos, así como identificar las ventajas que ofrece como alternativa tanto de financiamiento como de inversión dentro del mercado de capitales.*

Durante los últimos años uno de los procesos de mayor auge que se viene dando en la economía mundial es el relativo a la "desintermediación financiera", que se origina como consecuencia de la evolución del mercado de valores, como una alternativa para obtener financiamiento o capitales de inversión al menor costo posible y en forma directa, reduciendo el costo que representa la intermediación bancaria.

El desarrollo del mercado de valores ha dado lugar a una sofisticación cada vez mayor de los instrumentos que se ofrecen a los inversionistas en general y más aún a los denominados inversionistas institucionales, quienes demandan mejores niveles de rentabilidad y de seguridad para su inversión. Como bien apunta el tratadista argentino Silvio Lisoprawski, "el gran atractivo que sufren las economías, reside en la diversificación de los instrumentos de inversión. Con ello se genera progresivamente un cambio en el rol tradicional de la banca local, en lo que al monopolio del financiamiento se refiere."<sup>1</sup>

Simultáneamente al crecimiento del mercado de valores, las necesidades de financiamiento o de obtención de liquidez sin incrementar los pasivos de los agentes que intervienen en las distintas actividades de la economía se han incrementado o responden a nuevas situaciones, como son el crecimiento de las ventas a plazo o el auge del crédito de consumo.

\* El autor es asociado del Estudio Muñiz, Forsyth, Ramírez, Pérez-Taiman & Luna-Victoria Abogados y fue el encargado de la primera operación de titulización bajo la actual Ley del Mercado de Valores (Fideicomiso de titulización de Ferreyros S.A.A. con intervención de Citicorp Perú Sociedad Titulizadora).

\*\* La coautora es asistente del Estudio Muñiz, Forsyth, Ramírez, Pérez-Taiman & Luna-Victoria Abogados.

<sup>1</sup> LISOPRAWSKI, Silvio. Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitización, Ediciones Depalma, Buenos Aires, 1995, pág. 13.

Dentro del contexto antes descrito, surgió con éxito en mercados más desarrollados el proceso de titulización de activos, que tiene distintas denominaciones en los países en los cuales es utilizado; así en los Estados Unidos, Japón y Europa por lo general se le conoce como "securitización", en México como "bursatilización", y en Colombia se le denomina "titularización".

En los Estados Unidos de Norteamérica, el sistema encontró su principal soporte en los llamados mercados secundarios de títulos hipotecarios y, posteriormente, se amplió a la transformación directa de activos líquidos de las empresas en títulos de poco riesgo, sobre la base de títulos de crédito homogéneos, de montos predecibles y de corta duración.

Asimismo, resultó de indudable apoyo al sistema de titulización la constitución de los denominados "Government National Mortgage Association", que permitieron reducir el riesgo de la operación por el respaldo de los créditos y la garantía que en sí significaban.

Hacia finales de 1996, el mercado de títulos respaldados por activos (*asset backed securities*) supone casi el 70 por ciento de las emisiones de renta fija privada, representando un valor aproximado de 1.3 billones de dólares.

En España, el antecedente es la Ley 19 de 1992, que regula lo concerniente a los llamados "Fondos de Titularización Hipotecaria", que permiten estructurar en una misma operación de titulización, emisiones de valores de características distintas en cuanto al reparto de la rentabilidad y el riesgo, sobre la base de *ratings* de riesgos emitidos por una sociedad calificadora de riesgos.

Con relación a países como Francia e Inglaterra, su principal aplicación radica en los llamados "mercados secundarios de créditos hipotecarios".

Ante el éxito de la aplicación del sistema de titulización de activos en los mercados financieros norteamericano y europeo, el mercado latinoamericano comenzó a introducirse en el tema, siendo objeto de regulación en países como México, Colombia, Venezuela y Chile.

De los países mencionados, resulta conveniente precisar que Colombia ha regulado el sistema sobre la base del contrato de fideicomiso (o fiducia) y la constitución de **patrimonios autónomos** que respaldan la emisión de los títulos y se encuentran fuera del alcance de la llamada "prenda general", que respalda las obligaciones contraídas en virtud del desarrollo de las actividades propias de la em-

presa, debiéndose destacar que la modalidad aplicada es la de *Pass Through*.

Finalmente, en el caso chileno la titulización de activos ha sido desarrollada mediante las llamadas sociedades de quiebra remota.

Como resultado de la experiencia exitosa de la titulización de activos en otros países, con ocasión del cambio de la Ley del Mercado de Valores el legislador consideró oportuno regular los aspectos generales aplicables a los procesos de titulización de activos en el nuevo texto de la Ley del Mercado de Valores -Decreto Legislativo 861- y se dictó adicionalmente el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos (aprobado mediante Resolución Conasev 001-97-EF).

Desde esta perspectiva, y dado que la titulización de activos puede convertirse en un instrumento atractivo para los distintos agentes que intervienen en nuestra economía local, consideramos oportuno precisar, a través del presente artículo, las características básicas de la operación, e identificar las ventajas que ofrece como alternativa tanto de financiamiento como de inversión dentro del mercado de capitales.

## I. ASPECTOS GENERALES

Desde una perspectiva financiera, algunos definen a la titulización de activos como la unificación y empaquetamiento de préstamos para su transformación en valores mobiliarios. Otros, por su parte, señalan que la titulización de activos es el mecanismo que tiene por objeto acelerar el ciclo del flujo de distintos negocios, utilizando como base diversos activos agrupados, y creando con ellos estructuras convenientemente aisladas para que aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento, que se alcanzarán mediante la colocación de títulos valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes.

Desde una perspectiva jurídica, en la doctrina española se define a la titulización de activos como "el proceso en virtud del cual un sujeto (acreedor originario) que ostenta una posición jurídica acreedora (actual o potencial) respecto de otro u otros sujetos (deudores) que deben hacer frente al pago de su deuda en uno o varios momentos futuros, cede (cedente) aquel derecho de crédito de manera onerosa mediante una compraventa a otro sujeto, con personalidad jurídica o sin ella, pero dotado, en todo caso, de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de crédito cedidos, valores que serán

**adquiridos por inversores, preferentemente institucionales.”<sup>2</sup>**

En términos generales, podemos decir que la titulización de activos es el proceso que permite convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos o de lenta rotación, previamente estructurados o empaquetados, en valores mobiliarios negociables, para su colocación a terceros inversionistas mediante oferta pública o privada con la garantía que ofrecen los activos subyacentes y su flujo de fondos asociado.

## II. ESTRUCTURA BÁSICA

El proceso de titulización de activos se inicia, en términos abstractos, cuando una empresa denominada **entidad originadora** transfiere todo o parte de sus activos ilíquidos a un tercero, a efectos de reemplazarlos por activos de mejor rotación, con la finalidad de obtener un mayor nivel de liquidez como consecuencia de un mejor flujo de fondos.

De esta forma la empresa que transfiere dichos activos obtiene recursos de disponibilidad inmediata que podrá utilizar en el desarrollo de proyectos de inversión, como parte de su capital de trabajo, o para mejorar su imagen financiera y su capacidad de pago.

Dentro del esquema de la operación, el tercero que adquiere los activos, denominado **entidad emisora**, procede a la emisión de los valores mobiliarios respaldados con el flujo de los fondos derivados de los derechos incorporados en dichos activos, para colocarlos a terceros inversionistas.

Adicionalmente, puede intervenir una sociedad encargada de la administración y/o cobranza del flujo generado por las cuentas por cobrar, a quien se denomina **sociedad administradora**.

## III. MODALIDADES DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

En la práctica, la titulización de activos se realiza bajo una serie de modalidades, entre las que destacan: (i) el denominado *Pass Through*, (ii) los *Asset Back Bonds*, y (iii) el mecanismo de *Pay Through*.

Resulta necesario precisar que, como consecuencia del rápido desarrollo de las técnicas financieras y las necesidades y requerimientos propios de los agen-

tes que intervienen en el proceso de titulización, cada una de ellas tiene a su vez variaciones que ocasionan operaciones de titulización con características particulares.

A efectos de tener una mejor comprensión del proceso de titulización de activos, pasamos a exponer las principales características de cada una de las modalidades antes indicadas.

### Modalidad de *Pass Through*

La modalidad de *Pass Through* implica la transferencia efectiva de los activos materia de titulización (debido a que los bienes salen del balance de la entidad originadora) en favor de la entidad emisora, la que a su vez los incorpora en un patrimonio autónomo, contra el cual ésta emite los títulos que serán adquiridos posteriormente por los inversionistas.

Toda vez que se requiere la constitución de un patrimonio autónomo, el vehículo de transferencia bajo esta modalidad será el contrato de fideicomiso, entendido como aquel contrato por el cual una persona natural o jurídica (denominada fideicomitente) transfiere o afecta ciertos bienes de su propiedad en favor de un tercero (denominado fiduciario) con la finalidad específica de cumplir con un encargo determinado (en el caso de la titulización, el encargo será la emisión de los valores mobiliarios para su colocación a terceros).

Resulta importante señalar que, con la creación del patrimonio autónomo, se logran dos objetivos importantes:

- a. Asignar un número determinado de activos (identificados) al pago del principal e intereses de los valores emitidos.
- b. Que los bienes transferidos no se incorporen al patrimonio de la empresa adquirente, sino que adquieran una personería jurídica propia cuya titularidad es ejercida por el adquirente.

De esta forma, los bienes sólo responderán por las obligaciones emitidas con el respaldo de éstas, y no por las derivadas de las actividades propias de la empresa o sociedad que las adquiere.

En consecuencia, los títulos negociados gozan de un mayor respaldo para los inversionistas.

<sup>2</sup> TAPLA HERMIDA, Alberto Javier. *Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización*, Editorial Dykinson, Madrid, 1998, pág. 279.

### Modalidad de emisión de *Asset Back Bonds*

Esta modalidad tiene como característica principal la emisión de bonos o cualquier otro título de deuda por parte de la propia entidad originadora con el respaldo de determinados bienes que integran su activo.

Los fondos de los activos que respaldan la emisión de los títulos de deuda, no son dedicados específicamente al pago de los intereses y la amortización del principal de los mismos, sino que provienen de los ingresos generales de la propia entidad originadora, razón por la cual se requiere bajo esta modalidad garantías adicionales a los propios activos.

Bajo esta modalidad los activos no se transfieren ni se transforman, sino que son utilizados para respaldar una emisión de pasivos, de forma tal que no salen del balance de la originadora, como ocurre bajo la modalidad de *Pass Through*.

### Modalidad de *Pay Through*

Mediante la modalidad de *Pay Through*, sí se produce una transferencia de los activos de la entidad originadora, pero los títulos emitidos respaldados por el flujo de fondos materia de la operación, figuran como deuda en el balance de la entidad originadora.

Uno de los mecanismos que se utilizan como consecuencia de la modalidad de *Pay Through* son las llamadas sociedades de propósitos especiales. Estas sociedades se constituyen como sociedades anónimas cuyo único objeto social resulta ser la compra de activos con la finalidad de realizar una emisión de títulos respaldados con los mismos, a efectos de colocarlos mediante oferta pública o privada a terceros inversionistas.

La propia entidad originadora podría constituir una sociedad anónima, como único accionista, en favor de la cual realizará la transferencia de los activos. De esta forma la llamada entidad originadora reemplaza sus activos de lenta rotación por acciones de la sociedad de propósitos especiales.

Por su parte, el balance de la sociedad de propósitos especiales no tendrá más activos que los que le fueron transferidos por la entidad originadora y como pasivos las cuentas por pagar en favor de los terceros inversionistas que adquieran los títulos emitidos como parte del proceso de titulización.

## IV. ACTIVOS QUE PUEDEN SER OBJETO DE TITULIZACIÓN

En la actualidad, los principales activos objeto de titularización son las carteras de crédito o de cuen-

tas por cobrar, flujos predecibles de caja de las empresas, proyectos de desarrollo inmobiliario, bienes de exportación y créditos hipotecarios.

Como se puede observar de su definición general, la titulización de activos constituye una alternativa importante para el manejo financiero de los agentes económicos, e incorpora en el mercado un nuevo instrumento de inversión atractivo tanto para inversionistas institucionales como para inversionistas en general.

Resulta importante anotar que, desde un punto de vista financiero, la titulización de activos se debe realizar sobre la base de activos que cumplan con los siguientes requisitos básicos:

- a. Deberán ser capaces de generar un flujo de fondos matemática y estadísticamente predecible que permita tener un esquema o programa de pagos de los valores emitidos;

En este sentido, se requiere de cierta regularidad de los flujos derivados de los activos materia de titulización. Por tal motivo, normalmente escapan a un proceso de titulización las cuentas por cobrar que tienen un carácter eventual y que no forman parte de las operaciones involucradas en el giro propio de la empresa.

- b. Que los créditos derivados de los activos cuenten con la mayor documentación posible, de forma tal que el tercero que los adquiera pueda cobrarlos sin ninguna limitación.

Asimismo, dicha información le permitirá a la entidad emisora calcular en forma exacta el interés fijo que va a reeditar el título emitido sobre el respaldo de los activos titulizados.

- c. Asimismo, será importante que los derechos o créditos que formen parte de los activos transferidos sean homogéneos, con un índice de siniestralidad apropiado, y con retornos superiores a los activos titulizados.

## V. TÍTULOS QUE PUEDEN SER EMITIDOS COMO RESULTADO DE UNA TITULIZACIÓN

Con relación a los títulos que pueden ser emitidos en virtud de un proceso de titulización, se debe indicar que en la práctica internacional se emiten por lo general títulos con contenido crediticio, de participación o títulos mixtos.

La razón de esta variante de títulos radica en la posibilidad de los activos que pueden ser objeto del proceso de titulización.

Es así como títulos con contenido crediticio que constituyen instrumentos de inversión de renta fija, son apropiados para la titulización de activos tales como carteras de crédito; en cambio la titulización de proyectos inmobiliarios, por la impredecibilidad de las utilidades que confieren tales operaciones, requiere un título que exprese una alícuota sobre los resultados de la misma y no una renta fija.

Con relación a los títulos mixtos, los mismos tienen por finalidad reducir el riesgo de inversión sobre la base de activos de difícil predecibilidad.

## VI. GARANTÍAS QUE RESPALDAN LA EMISIÓN DE LOS TÍTULOS OBJETO DE TITULIZACIÓN

Toda vez que la titulización de activos involucra una emisión de valores mobiliarios que serán colocados por oferta pública en el mercado de valores –para lo cual requieren necesariamente una clasificación de riesgos-, conviene al momento de estructurar una titulización contemplar los riesgos estructurales que puedan impedir que el flujo de los fondos llegue hasta los inversionistas o suscriptores de los títulos.

Por esta razón, en forma complementaria a la garantía que ofrecen los activos objeto de titulización, existen una serie de mecanismos orientados a otorgar garantías adicionales a la operación, tales como:

- El llamado *realce* o "*enhancement*", por el cual la entidad emisora o un tercero otorgan garantías adicionales a los activos titulizados, tanto reales (prenda o hipoteca), como por documentos de crédito tales como una carta de crédito, letras de cambio o pagarés.
- El llamado "*overcollateralization*" o "sobrecolateralización", que es el mecanismo por el cual se establece un margen entre el valor de los activos objeto de titulización y el valor de los títulos emitidos en razón de la misma. Este margen deberá ser proporcional al índice de siniestralidad o del riesgo derivado de la acreencia originada en los activos titulizados.
- El exceso de flujo de caja o *spread account*, que es el mecanismo por el cual se establece un margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por los activos titulizados y la tasa de interés que se le ofrezca al inversionista.
- Emisión subordinada: mediante la emisión de valores subordinados al pago de los valores principales se logra trasladar de alguna forma

los riesgos de incobrabilidad de las cuentas por cobrar, y se cubre un eventual déficit con el *spread* originado por la diferencia de tasas de las cuentas por cobrar y el que reeditarán los valores emitidos con el respaldo del patrimonio fideicometido.

## VII. VENTAJAS QUE OFRECE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Como se puede apreciar de lo expuesto hasta este momento, la titulización de activos se ha convertido en un mecanismo financiero utilizado con éxito en una serie de países tanto de Europa como de América, hecho que obedece a los beneficios que en términos generales ofrece este mecanismo.

Entre las principales ventajas que ofrece la titulización de activos, tenemos las siguientes:

1. Permite a las empresas que cuentan con activos ilíquidos, mejorar sus índices financieros y la cotización de sus títulos representativos del capital social.
2. La posibilidad de obtener un índice previsible de interés por los créditos colocados a terceros, equiparándose con los que cobran las entidades del sistema financiero nacional en las operaciones de crédito.
3. Permite equiparar las tasas de interés, en especial en lo relativo al financiamiento bancario, toda vez que los bancos colocan capital a una tasa fija y obtienen financiamiento a una tasa de interés flotante.
4. Se obtiene un mayor nivel de liquidez, que derivará en una mayor capacidad de inversión y crecimiento de las empresas.
5. El menor costo que representa para las empresas obtener recursos financieros.
6. Un uso más eficiente del capital.
7. Un crecimiento adecuado de sus carteras.
8. Un mejor retorno para los inversionistas en relación al riesgo de su inversión.
9. Posibilita el "*spread*" o ganancia por diferencial entre la tasa de crédito.

Dentro de este esquema de beneficios, los bancos y financieras adquieren un instrumento que les permite lograr mejores niveles de liquidez, de forma tal

que pueden ampliar el desarrollo de sus operaciones básicas así como modificar la ecuación del patrimonio técnico a activos ponderados por su nivel de riesgo.

Asimismo, los bancos y financieras adquieren una participación activa en el desarrollo del producto financiero, puesto que están en la posibilidad de actuar como entidades emisoras sobre la base del fideicomiso bancario regulado en nuestra legislación.

Otro sector que puede obtener beneficios de la titulización de activos es el sector exportador, que se encontraría en la posibilidad de titular sus créditos por exportaciones, que generalmente son instrumentados mediante la emisión de los llamados *commercial papers*, ofreciendo a los exportadores la posibilidad de acceder a un financiamiento a un costo inferior al riesgo país, lo que tiene una especial relevancia para las empresas latinoamericanas; en general, por el historial regional en materia de control de cambios.

La posibilidad de titular flujos predecibles de caja, respaldados en relaciones contractuales de largo plazo, le otorga una alternativa de financiamiento y de liquidez a las distintas empresas de servicios, como las empresas de telecomunicaciones, las de transporte aéreo, entre otras; así como a las empresas orientadas al suministro de bienes sobre la base del derecho de pago que se origina en los contratos que respaldan la operación.

## VII ASPECTOS RELATIVOS A LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

De acuerdo a la Ley, podrán ser objeto de titulización todos aquellos recursos líquidos, toda clase de bienes y derechos y la esperanza incierta a la que hace referencia el artículo 1409 del Código Civil. De esta forma podrán ser objeto de titulización, entre otros, carteras de crédito o de cuentas por cobrar, flujos predecibles de caja, proyectos de desarrollo inmobiliario, bienes de exportación, y créditos hipotecarios. No obstante lo indicado, será necesario esperar el reglamento correspondiente a efectos de establecer claramente las características particulares que deberán tener los activos objeto de titulización.

Por otra parte, los mecanismos que nuestra legislación permite para desarrollar operaciones de

titulización son el de (i) *pass through*; y, (ii) el de *pay through*, en este último caso bajo la modalidad de constitución de sociedades de propósitos especiales.

### 1. Mecanismo de *Pass Through*.-

Esta operación, denominada por la Ley del Mercado de Valores como fideicomiso en titulización, involucra una operación de fideicomiso en la cual los activos se transfieren en favor de un fiduciario a efectos de que se integren a un patrimonio autónomo, que únicamente podrá ser utilizado con la finalidad específica de servir de respaldo de una emisión de valores mobiliarios<sup>3</sup> para ser colocados en el mercado local o internacional por oferta pública o privada.

La transferencia de los activos deberá realizarse mediante endoso (en el caso de los títulos valores) o mediante cesión de derechos.

Asimismo, resulta conveniente señalar que podrán actuar como fiduciarios en esta operación las empresas debidamente autorizadas a operar como tales por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), a las que nuestra legislación denomina empresas titulizadoras.

Las empresas titulizadoras deberán constituirse como sociedades anónimas y obtener tanto una autorización de organización como una autorización de funcionamiento que deberán ser expedidas por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV). En el caso que la empresa titulizadora sea una subsidiaria de un banco múltiple o empresa financiera, corresponde a la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) emitir la autorización de organización.

### 2. Mecanismo de *Pay Through*.-

Este mecanismo será desarrollado mediante la constitución de las denominadas sociedades de propósitos especiales.

De acuerdo a la Ley del Mercado de Valores, las sociedades de propósitos especiales son aquellas sociedades anónimas cuyo único objeto social será la adquisición de determinados activos que serán utilizados como respaldo de una emisión de valores mobiliarios para ser colocados en el mercado local o internacional, por oferta pública o privada.

<sup>3</sup> Los valores mobiliarios que resulten de un proceso de titulización de activos podrían ser tanto de renta fija, de renta variable, o de una combinación de ambas modalidades.

Se debe indicar que en el caso de que el total de las acciones de dicha sociedad sean de titularidad del originador, el vehículo es denominado de propiedad totalmente subsidiaria (*Wholly owned subsidiary*) y cada órgano colegiado deberá estar integrado cuando menos por una persona independiente a la sociedad originadora.

Asimismo, la sociedad de propósitos especiales no podrá solicitar su declaración de insolvencia sin

contar con el voto aprobatorio de la persona independiente no vinculada del órgano colegiado que corresponda.

En el caso de que los valores mobiliarios que resultan de un proceso de titulización fueran objeto de oferta pública en el mercado local, la nueva Ley del Mercado de Valores señala que obligatoriamente deberán ser sometidas a un proceso de clasificación de riesgo.

# **ESTUDIO MARIO CASTILLO FREYRE ABOGADOS**

Mario Castillo Freyre  
María Isabel Vásquez Villacorta

Avenida Arequipa 2327  
Lince - Lima

Teléfono - Facsímil  
422-6152