

# LA TITULIZACION DE CREDITOS HIPOTECARIOS

Miguel G. Denegri Portela\*  
Profesor de Derecho Mercantil  
Pontificia Universidad Católica del Perú  
Master en Derecho Internacional Económico  
Universidad de Warwick  
Reino Unido

## INTRODUCCIÓN

Los bancos y otras entidades pueden contar con activos de riesgo en sus balances, tales como son los activos crediticios. En su calidad de activo, un crédito expone de manera natural a su acreedor a riesgos inherentes a la naturaleza de aquél, como son entre otros, la posibilidad de que la obligación adeudada quede impaga por insolvencia del respectivo deudor. La titulización de activos es un proceso financiero que no solamente puede aliviar a personas jurídicas de los riesgos que para sus estados financieros ocasiona la propiedad de algunos de sus activos, sino que además genera beneficios para casi todas las partes participantes en el proceso.

## ¿QUE ES UNA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS?

Esta sección presenta el concepto de titulización de activos con el que trabajaremos a lo largo del presente artículo.

El concepto de una titulización de activos es sinónimo de financiamiento estructurado. Tal afirmación se basa en el hecho de que los financiamientos estructurados se basan en un principio general, esto es; que un grupo determinado de activos puede ser estructuralmente aislado, y por tanto servir como la base de un financiamiento que es legalmente independiente de los riesgos que importa la insolvencia o la quiebra del antiguo propietario de tales activos.

*Los procesos de globalización de los mercados traen consigo la necesidad impostergable de dotar a las empresas de mecanismos que les permitan obtener capitales de inversión al tiempo que disminuyen los riesgos que para sus estados financieros implica la tenencia de determinados activos. La titulización surge como el mecanismo idóneo para obtener dichos resultados, pues permite transformar activos (habitualmente cuentas por cobrar) en títulos subordinados tales como bonos, bonos subordinados o papeles de comercialización, los mismos que serán colocados a terceros a través de ofertas públicas o privadas, tanto nacionales como internacionales. El autor del presente artículo hace hincapié en un proceso de titulización en particular: la titulización de créditos hipotecarios, por tratarse de la modalidad de titulización más difundida al involucrar activos subyacentes que cuentan con el adecuado respaldo de una garantía real. Nuestra reciente Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo 862, incluye un título especial íntegramente dedicado a normar procesos de titulización; sin embargo, en opinión de autor, estas normas deben ser complementadas con medidas de promoción, pues de lo contrario corremos el riesgo de que se conviertan en letra muerta.*

\* Realizó sus estudios de Derecho y obtuvo su Licenciatura en la Pontificia Universidad Católica del Perú

Como proceso, la securitización de activos involucra gran variedad de transacciones financieras. Esto hace difícil encontrar una definición que comprenda cabalmente a todas ellas. Sin embargo, asumiremos la siguiente definición general de titulización: un proceso de titulización de activos se puede traducir como la venta de acciones o de instrumentos de deuda, que representan derechos de propiedad en, o que están asegurados o respaldados por, activos segregados y generadores/productores de un flujo de caja en favor del emisor de los valores.

La colocación de los valores emitidos dentro de un proceso de titulización se realiza dentro del marco de una transacción diseñada para:

- a) La reubicación y transferencia de ciertos riesgos que son inherentes a la propiedad de los activos seleccionados por un originador, activos que a su vez sirven precisamente como respaldo a los valores materia de colocación; y,
- b) Facilitar la colocación de los valores emitidos en el, o en los mercados a los cuales sean dirigidos.

Un valor respaldado por activos (o *asset backed security*, en adelante denominado "VRA"), es un valor cuya emisión ha sido diseñada de manera tal que los pagos o rendimientos que a partir de los mismos se devengan en favor de sus titulares o tenedores, tienen como fuente principal un flujo de dinero que se genera precisamente a partir de los valores subyacentes que sirven de respaldo a la emisión. Los créditos hipotecarios son precisamente los activos subyacentes a los VRA que se emitan en el marco de un proceso de titulización hipotecaria. Los valores que se emiten dentro del marco del mencionado proceso son denominados valores con respaldo hipotecario (o *mortgage backed securities*, en adelante "VRH").

Un típico proceso de titulización hipotecaria podría en términos generales ser descrito de la manera siguiente: el proceso generalmente comienza cuando la(s) entidad(es) originadora(s) del mismo efectúa(n) la creación de una entidad técnicamente denominada "Vehículo de Propósito Especial" (en adelante "VPE"). Es a dicho VPE especialmente creado (o también en algunos casos preexistente al proceso), que el originador transfiere activos exigibles conjuntamente con sus respectivos flujos de caja. Los activos seleccionados y transferidos por el (los) originador(es) son adquiridos por el VPE a efecto de que el mismo pueda proceder seguidamente a efectuar otras opera-

ciones que también están relacionadas con el proceso (tales como la re-estructuración de flujos de caja, contratación de garantías, etc.).

Dentro de un proceso de titulización hipotecaria, el VPE es la entidad emisora de los VRH. Para efectuar dicha emisión de VRHs, el VPE puede volver a reagrupar o "re-empacar" los créditos hipotecarios previamente adquiridos de el (los) originador a efecto de constituirlos adecuadamente como el respaldo directo e inmediato de los VRH, frente a los inversionistas en dichos valores. El VPE además diseñará y por tanto determinará el instrumento más adecuado para la emisión de los VRH, a efecto de lo cual tomará en cuenta las características del mercado o segmento del mismo al cual primordialmente se dirigirá la colocación de la emisión de VRHs. La mencionada agrupación de los créditos normalmente hace uso de una sobre-cobertura o sobre-colateralización (*overcollateralization*), que consiste en que el vendedor de los VRH brinda como respaldo a la emisión, activos cuyo valor total es mayor que el monto nominal total de la emisión de valores efectuada. La sobre cobertura es pues empleada para proteger a los tenedores de los VRH y para disminuir los riesgos de mercado de dichos valores y de pérdida de los activos subyacentes a la emisión, a los cuales tales valores normalmente se encontrarán expuestos.

Normalmente, el VPE, actuando en conjunción con un banco de inversión que lo asesore, determina el precio de los VRH materia de emisión primaria. Asimismo, también determinarán el tipo y la tasa de interés que los VRH generarán en favor de sus inversionistas. Generalmente, la mencionada tasa de interés se fija tomando en consideración cuál es el rendimiento promedio de los valores de renta fija existentes en el mercado al que principalmente se dirige la emisión, para en función a dicha tasa promedio fijar el interés a generar por los VRH por encima del nivel promedio en el mercado, pero dejando siempre un margen diferencial a favor del VPE. Dicho margen se genera a partir de la diferencia que normalmente existe entre los rendimientos de la tasa de interés activa que opera sobre los créditos hipotecarios subyacentes a la emisión y generan un flujo de ingreso al VPE emisor, y los intereses que el mismo paga a los inversionistas en los VRH que hubiere emitido.

Al final del proceso, el inversionista en los VRH será el tenedor de un valor cuyo colateral son créditos hipotecarios y que le pagará periódicamente un interés, de la misma manera como opera un bono corporativo o societario común y corriente.

Mediante la celebración de diversos contratos se delimitan y detallan los derechos y obligaciones de cada uno de los participantes en un proceso de titulización.

Antes de la emisión, la probabilidad o potencial de que se presenten problemas crediticios con respecto a los activos hipotecarios subyacentes a los VRH, es evaluada por empresas clasificadoras de riesgo, quienes asignan una calificación al VRH a ser emitido. Dicha calificación es generalmente otorgada desde que se anuncia la realización de la emisión así como también a lo largo de la existencia de tales VRHs en el mercado.

## PRINCIPALES OBJETIVOS DE UN PROCESO DE TITULIZACIÓN

El objetivo central de un proceso de securitización, es decir, su razón de ser, puede resumirse, desde una perspectiva legal, como el esfuerzo en separar la calidad crediticia de los activos a ser securitizados del riesgo crediticio de una entidad involucrada en el financiamiento. Tal separación legal es principalmente alcanzada mediante el empleo de dos técnicas generales de estructuración:

- 1) Los activos a ser titulizados son en términos absolutos transferidos al VPE. De ese modo tales activos son retirados de los estados financieros del originador, que es quien además percibe en primer lugar los beneficios del financiamiento estructurado, reduciendo además globalmente los riesgos que tuviese en cartera.
- 2) El VPE, sus actividades y su relación con el o los originadores, son estructurados de manera tal que sea remota la posibilidad de que el VPE devenga en ser involucrado como sujeto de un proceso de reestructuración o quiebra. Es por ello que el VPE es estructurado de manera que sus activos no puedan ser considerados como parte de los activos del originador que se los transfirió previamente, en la eventualidad de que precisamente dicho originador devenga en ser sujeto de un proceso de quiebra.

Finalmente cabe mencionar que, luego de operada la transferencia de un originador a un VPE, el primero podrá vincularse con este último al interior de un mismo proceso de titulización contratando a el (los) respectivo(s) originador(es), como servidor(es) de la emisión. El servidor provee al VPE con servicios de seguimiento y de cobranza de los créditos hipotecarios que adquiere un VPE dentro del marco de un proceso de securitización.

## ACTIVOS TITULIZABLES

Teóricamente, cualquier activo que genere, o con respecto al cual existan expectativas razonables de generación de rendimientos periódicos, es un activo titulizable. Sin embargo, normalmente existen ciertas condiciones "requeridas" por los inversionistas en cualquier tipo de VRAs, en cuanto a la calidad de los activos subyacentes. Considerando que el análisis de este trabajo se centra en la utilización de créditos hipotecarios, resulta importante en este trabajo mencionar ciertas condiciones normalmente requeridas por los mercados de VRAs cuando los activos subyacentes son créditos hipotecarios. El éxito de la emisión de VRHs dependerá entonces en buena cuenta del cumplimiento de dichas condiciones, las que son referidas a:

1. Información acerca de los deudores de los créditos hipotecarios.- Cuanto menores sean los costos para obtener la información mencionada en el presente epígrafe, tanto para los inversionistas, como también para los mejoradores, clasificadores de riesgo, etc. de la emisión en cuestión, menos complicada será la tarea de titular tales créditos hipotecarios.
2. Costos de recuperación.- Normalmente, si un paquete de activos a ser securitizados contiene muchos créditos hipotecarios que representan cantidades relativamente pequeñas, es de esperar que sean entonces mayores los costos de recuperación de dicho paquete.
3. Nivel de riesgos del paquete de créditos.- Es decir nivel de riesgo de los activos colaterales y el nivel de cobertura de las garantías brindadas por los mejoradores con respecto a los mencionados niveles de riesgo.
4. La homogeneidad de los activos subyacentes a la emisión.

La importancia de los activos subyacentes a una emisión de VRAs se debe al hecho de que un proceso de securitización tiene por objeto la emisión de valores que puedan, en la medida de las circunstancias, ser de fácil colocación; y, además, es característico de dichos valores el que no sean respaldados primordialmente por la solvencia del ente emisor, sino que las expectativas de su repago normalmente dependan directamente de los rendimientos generados por los activos subyacentes a la emisión, inclusive antes que de la solvencia del propio emisor. Sin embargo, adicionalmente al respaldo que brindan los activos subyacentes a la emisión, dicho

respaldo puede ser ampliado mediante la provisión de garantías de terceros distintos al originador y al VPE, esto es, garantías brindadas por los mejoradores del proceso.

Finalmente, es importante destacar que el precio que los inversionistas estarán dispuestos a pagar para adquirir los VRAs dependerá, entre otros factores, de la existencia y sobre todo de la liquidez del mercado secundario en el cual se vayan a realizar transacciones con los VRHs emitidos. Asimismo, de la existencia de un mercado secundario específicamente para VRHs, también dependerá el éxito de un proceso de titulización, en la medida que este factor contribuirá u obstaculizará la colocación de los VRHs que sean emitidos.

## **PARTICIPANTES EN UN PROCESO DE SECURITIZACIÓN HIPOTECARIA**

Generalmente, los participantes en un proceso de securitización hipotecaria son: el o los originadores; el VPE; los garantes; los agentes colocadores; las empresas clasificadoras de riesgo; los mejoradores; los servidores de la emisión; los deudores de los créditos hipotecarios subyacentes (colaterales) a la emisión; y, los inversionistas. A continuación presentaremos brevemente cuál es el rol de cada uno de los mencionados participantes al interior del proceso:

1. El (los) originador(es).- Es quien da inicio al proceso al agrupar o "empacar" los créditos hipotecarios que pretende securitizar. Dichos activos son agrupados con el propósito de que en conjunto sean éstos los activos subyacentes a una emisión de VRH a ser efectuada seguidamente por un VPE, a quien precisamente el originador venderá "el paquete".
2. El VPE.- Por lo general adopta la forma de una entidad como sociedad anónima, o bien de un fideicomiso administrado por una entidad fideicomisaria. El VPE adquiere o compra el conjunto de créditos hipotecarios agrupados en un "paquete" preparado previamente por el originador transferente. Dicha compra es efectuada por el VPE con objeto de seguida e inmediatamente efectuar una emisión de VRHs, los cuales serán primordialmente respaldados por los activos adquiridos al efecto por el VPE. El precio de la compra de los activos es pagado con el producto de la colocación de los VRHs en el mercado de capitales. El VPE es el responsable directo por el repago puntual de los VRHs frente a los inversionistas tenedores de los mismos.

3. Los Mejoradores.- Son entidades que asumen frente a los inversionistas de una emisión de VRHs, el rol de garantes financieros de la emisión. El principal objetivo de dicho rol es, en cierta forma, asegurar a los inversionistas en VRHs contra ciertos riesgos que los activos colaterales o subyacentes puedan involucrar. El servicio de el (los) mejorador(es) deberá ser provisto por una entidad distinta a el (los) originadores, a efecto de que el VPE no sea tratado o considerado de forma consolidada como el *alter ego* del (los) originador(es) de la emisión de VRHs. Bajo la legislación de algunos países el antes mencionado tema de diferenciación tiene especial relevancia para efectos de la aplicación de regulaciones de quiebra. La cobertura del servicio del mejorador cuando menos persigue garantizar indirectamente una administración apropiada de los activos hipotecarios subyacentes a la emisión de VRHs, con el objeto de proteger así el flujo de ingresos que tales activos deben generar, o por lo menos se espera que generen. Por tanto, el servicio del mejorador de una emisión de VRHs de alguna forma sirve para certificar la calidad de los activos subyacentes a la emisión a lo largo de la vigencia de los valores emitidos, o a lo largo de un período determinado de tiempo. Adicionalmente, un segundo objetivo o rol del (los) mejorador(es) es ser un proveedor de liquidez, a efectos de garantizar la cancelación puntual de los pagos que los VRHs generen en favor de sus tenedores.
4. Los agentes colocadores.- Como el nombre de los mismos indica, son entidades que prestan el servicio de promover y colocar efectivamente una emisión de VRHs. Esto suele darse por medio de la celebración de un contrato de *underwriting* entre uno o más agentes colocadores y el VPE emisor de los VRHs. En virtud del mencionado contrato de *underwriting*, el (los) agente(s) colocador(es) participante(s) asume(n) la obligación de colocar efectivamente la totalidad o un monto o porción definido de la emisión de VRHs en el mercado primario de valores, contra el cobro de una comisión por tal servicio. Bajo el mencionado contrato, de no hacerse efectiva en su integridad la colocación comprometida, es el propio agente colocador (o *underwriter*) quien entonces asume la obligación de adquirir la porción de VRHs no colocada.
5. La(s) Entidad(es) Clasificadora(s) de Riesgo.- Presta(n) al VPE el servicio de calificación de los valores emitidos mediante una evaluación de la

calidad del VRH emitido como objeto de inversión. Son múltiples los criterios intervinientes en el proceso de evaluación, que no necesariamente involucra sólo aspectos financieros. La calificación efectuada por el agente clasificador tiene por objeto informar al mercado de manera general acerca de la cantidad o nivel de riesgo que potencialmente involucra la inversión en un determinado VRH.

6. El(Los) Servidor(es) del Proceso.- Normalmente es (son) la(s) entidad(es) originadora(s) de un proceso de titulización. El rol del servidor consiste en la prestación de sus servicios de cobranza o colección de los rendimientos que generen los activos subyacentes a una emisión de VRHs. Tal servicio es efectuado por cuenta del VPE, quien es, dentro de un proceso de titulización, el propietario de tales activos subyacentes. El motivo por el cual los originadores son normalmente designados para cumplir con esta tarea, se debe a su mejor conocimiento de los deudores en razón de la evaluación practicada respecto a la solvencia de los mismos al momento de otorgarles los créditos que han sido transferidos al VPE, lo cual evidentemente facilita el seguimiento y cobranza correspondiente a tales activos crediticios hipotecarios.
7. Los Deudores.- Son la parte deudora en los créditos hipotecarios que sirven como activos subyacentes a una emisión de VRHs. La participación de los deudores prácticamente se restringe al pago de las obligaciones con garantía hipotecaria que respectivamente hayan contraído y que sirven de activos subyacentes a una emisión de VRHs.
8. Los Inversionistas.- Son las personas o entidades que invierten en los VRHs.

### **ALGUNOS BENEFICIOS GENERALES PROVENIENTES DE LA REALIZACIÓN DE PROCESOS DE TITULIZACIÓN**

En general, desde una perspectiva micro-económica,<sup>1</sup> existen múltiples motivos o propósitos para realizar un proceso de titulización. Ello se debe a que diversos beneficios pueden ser alcanzados por casi todos los participantes en un proceso de titulización, lo cual dependerá de la estructura que el proceso en cada caso adopte y del éxito de la misma en su performance. Obviamente, los mencio-

nados motivos generales son, para casi todos los participantes, la obtención de algún beneficio económico a partir de su participación en un proceso de titulización. En el caso concreto de entidades bancarias que participen en procesos de titulización como originadoras, tales beneficios perseguidos pueden ser, entre otros, los siguientes:

- 1) Los procesos de titulización pueden ser empleados como un mecanismo de financiamiento o de liquidez de bajo costo;
- 2) Los procesos de titulización son una herramienta útil para las entidades bancarias en el cumplimiento de las regulaciones bancarias referidas a requerimientos de capital;
- 3) Los procesos de titulización contribuyen a aumentar la eficiencia del capital de las entidades bancarias;
- 4) Los procesos de titulización normalmente representan un ingreso adicional y libre de riesgos para las entidades originadoras del proceso, siempre que sean designadas por el VPE como servidoras de los activos crediticios que respectivamente hayan originado. Tal servicio es prestado contra el pago de una tarifa contra la prestación de dichos servicios, que consisten en la colección o cobranza de las sumas correspondientes, lo cual es efectuado por cuenta del VPE.
- 5) Los procesos de titulización permiten una más efectiva administración del riesgo, permitiendo alcanzar su reducción y eliminación de los activos del originador considerados en su conjunto.
- 6) Los procesos de titulización son una herramienta útil en la mejora de los estados financieros de una entidad bancaria originadora; y,
- 7) Los procesos de titulización posibilitan una mejora en la tasa de retorno por inversiones de una entidad bancaria originadora de procesos.

De otro lado, son varios los participantes de un proceso de titulización que pueden percibir algún beneficio o ingreso a partir del mismo, contra la prestación de determinados servicios o contra el cumplimiento de los roles que les correspondan al interior de la estructura de que se trate. El pago de

<sup>1</sup> Existen así mismo múltiples propósitos o motivos que pueden llevar desde una perspectiva macro-económica, a la realización de un proceso de titulización. Obviamente la implementación de estos procesos puede conllevar diversos beneficios para una economía en su integridad. Ello dependerá de la(s) estructura(s) de titulización que se empleen en tal implementación. En el presente trabajo no abordaremos el mencionado análisis macro-económico.

los servicios que los participantes en un proceso de titulización puedan cobrar al VPE, proviene normalmente del diferencial existente entre los rendimientos que el VPE obtiene a partir de los créditos subyacentes a su emisión de VRHs, considerando que tales activos son objeto de tasas de interés activas, y los rendimientos que el propio VPE deba pagar a los tenedores de los VRHs que emita, cuya tasa de interés es lógicamente inferior a la primera. A partir de dicho diferencial es que el VPE pagará los servicios de: los mejoradores; de los agentes colocadores; de las clasificadoras de riesgo; y, de los servidores de los activos subyacentes a la emisión. Finalmente cabe mencionar que el VPE, según su diseño y el de la estructura en la cual se inserte, podrá generar rentas a sus propietarios, o bien, únicamente servir como un instrumento para mediatizar la realización de un proceso de titulización sin que el VPE tenga, dentro de la estructura que se trate, un propósito o finalidad de lucro *per se*.

### **BREVE COMENTARIO ACERCA DE LA IMPLEMENTACIÓN DE PROCESOS DE TITULIZACIÓN EN EL PERÚ**

Hace pocos meses se publicó el Decreto Legislativo 862, también denominado como la nueva Ley del Mercado de Valores (en adelante NLMV). El mencionado dispositivo entró en vigor el 6 de setiembre de 1996, derogando el Decreto Legislativo 755 (antigua Ley del Mercado de Valores). En la NLMV resalta como novedad la inclusión de un Título Especial enteramente dedicado a normar procesos de titulización en el Perú. Resulta obvio que si el legislador ha optado por normar acerca de este tema es porque tiene el objetivo de implementar la realización de estos procesos en el Perú, en razón de los beneficios probados que la implementación de la titulización ha reportado a otros países, tanto a nivel micro, como también macro-económico.

Sin embargo, en nuestra opinión, muy aparte de los aciertos o errores que la NLMV o el Reglamento puedan, técnicamente, tener sobre este tema -aspecto que no será analizado en este trabajo- se debe tener en cuenta que por la sola dación y entrada en vigor de normas sobre procesos de titulización, es muy posible que estos procesos no se implementen con éxito y "por generación espontánea". Por ello, siguiendo la experiencia atravesada por otros países en los cuales estos procesos ya han sido implementados, consideramos conveniente una participación activa del Estado como creador/promotor de un mercado secundario para VRAs. Podemos citar al respecto, y muy especialmente la experiencia de los Estados Unidos de Norteamérica, país donde actualmente existe el mercado más grande del mundo para VRAs, y donde hasta la fecha (y en especial desde inicios de la década de los 70's), el gobierno americano ha adoptado con sonado éxito dicho rol promotor y creador de mercado, no obstante tratarse de una de las economías más liberales del mundo. La importancia de la existencia de un mercado secundario para VRAs precisamente será un factor determinante de la liquidez de los VRAs, que se emitan en un proceso de titulización; a su vez, esto determinará el éxito en la colocación de la emisión de VRAs, dado que los inversionistas no estarán normalmente dispuestos a invertir en un valor que no tenga liquidez y del cual difícil y eventualmente se puedan deshacer en el mercado secundario de valores. En consecuencia consideramos que, en tanto en el Perú no se diseñen, estructuren e implementen conjuntamente a la NLMV los mecanismos creadores y promotores de un mercado secundario para VRAs, la aparentemente pretendida implementación de los procesos de titulización corre el grave riesgo de quedar simple y llanamente en "letra muerta", o bien los beneficios que reporten estos procesos estarán limitados por las circunstancias.