

# Comprendiendo el proceso de titularización

El proceso de titularización permite a las entidades obtener recursos frescos provenientes, indirectamente, de ahorristas individuales o institucionales. Los ahorristas, deseosos de obtener una mejor rentabilidad por sus ahorros, entregan sus recursos a una entidad titularizadora la que a cambio les otorga un título valor.

Gabriela Flores Calvo y Alberto Bonadona Cossío



El proceso denominado titularización o referido también como securitización, ha adquirido una destacada importancia como medio de financiamiento. Asimismo se ha destacado por el impulso que da al desarrollo del mercado de capitales. Es un proceso que no tiene más de tres décadas y su éxito se mide en la medida que más mercados financieros lo incorporan nacional e internacionalmente. El presente es la primera parte de una serie que se publicará sucesivamente en ABC, Economía y Finanzas. Se busca explicar, de la manera accesible, este importante proceso para que sea difundido en el ámbito económico y financiero de Bolivia, esperando se pueda contribuir a su efectiva utilización.

## ¿Qué se entiende por titularización?

En la literatura especializada se encuentran diferentes definiciones de titularización. Una de ellas la relaciona con una nueva forma de intermediación flexible dirigida a entidades que buscan financiamiento y que poseen una cartera de créditos ya otorgados. El proceso de titularización les permite obtener recursos frescos provenientes, indirectamente, de ahorristas individuales o institucionales. Los ahorristas, deseosos de obtener una mejor rentabilidad por sus ahorros, entregan sus recursos a una entidad titularizadora la que a cambio les otorga un título valor. A su vez, esta ha comprado la deuda de las entidades necesitadas de liquidez, como cuentas por cobrar. Cuentas que son activos financieros que respaldan a los títulos emitidos, los que pueden ser objetos de una garantía adicional establecida para acicalar la cartera de los títulos emitidos. Así se mejora la necesaria calificación de riesgo que exige la titularización. El proceso en su conjunto posibilita convertir cuentas por cobrar ilíquidas en dinero efectivo. Los títulos que se emiten son también referidos como "títulos respaldados por activos" ("asset-

backed securities") y, al proceso que permite estas transferencias se lo llama titularización.

También este proceso es referido como financiamiento estructurado. Esta denominación se debe a que ofrece una nueva forma de lograr financiamiento por medio de la estructuración de flujos de caja. Flujos que se asientan en los plazos que los títulos emitidos establecen en consideración a los pagos esperados de las cuentas por pagar o activos. En este sentido presenta una nueva forma de intermediación que transforma las tradicionales maneras en las que ésta se da.

Conceptualmente se puede definir a la Titularización o Securitización como la movilización de un conjunto de activos u otros instrumentos de deuda para lograr financiamiento. Estos activos, que individualmente son ilíquidos, por lo tanto poco comerciables, se los utiliza agregadamente para respaldar títulos valores que son colocados en el mercado de capitales, los que adquiridos por inversores individuales o institucionales, facilitan la liquidez.

## Aspectos importantes de la titularización

Se debe hacer hincapié en dos aspectos importantes de la titularización: primero; logra una desintermediación de instituciones financieras tradicionales. Tiene como objetivo principal lograr financiamiento directo para las empresas que poseen cuentas por cobrar y venden estas deudas como activos financieros. Asimismo, en segundo lugar, este proceso da paso a la emisión de diversos títulos valores y, por lo tanto, amplía las opciones del mercado financiero a los inversores.

Tercero, la titularización permite impulsar la movilización de dineros de un grupo que lo tiene en exceso a otro que lo necesita, beneficiando a ambos y sin consideraciones al tamaño de los agentes que intervienen. Si bien es cierto que

hay grupos para quienes la obtención de créditos es fácilmente alcanzable, sea por medio de una institución bancaria o por el mercado de valores, está, por otro lado, el grupo de pequeños inversionistas que no tienen el mismo acceso al crédito.

Para entender con claridad las opciones que se generan para ambos grupos, es importante determinar las diferencias que existen entre las deudas como cuentas por cobrar, y la emisión de títulos valores. Primero, la diferencia más importante es que las deudas claramente son menos comerciables que los títulos valores. Por su forma y monto las deudas por sí solas no cumplen con los requisitos necesarios para introducirse directa y dinámicamente en los mercados financieros, características que si poseen los títulos valores.

Segundo, los estándares que estos mercados requieren a quienes participan en ellos el cumplimiento de una variedad de exigencias, como son los procedimientos de registro, denominaciones y bajo costo de información para facilitar así el intercambio comercial. Estos son aspectos que claramente no se encuentran en las cuentas por cobrar. Tercero las partes que intervienen en las deudas y las que intervienen en el mercado de valores son denominadas de diferente forma, en la primera son deudor-acreedor en la segunda originador-inversor. Diferencia que acentúa las formas en que intervienen los intermediarios tanto en la contracción de una deuda como en la emisión de títulos del proceso titularizador.

## ¿Quiénes intervienen en el proceso?

En un proceso de titularización pueden participar hasta siete entidades:

1. Originador: Es la entidad que posee las cuentas por cobrar o los activos que serán afectados por la titularización, debe ser independiente

2. **Agente de cobranza ("Servicer"):** Es la entidad responsable de administrar la cobranza de la cartera de activos (cuentas por cobrar) transferida al fideicomisario. Se encarga de cobrar las cuentas por cobrar y transferir los recursos así obtenidos al fideicomisario. En caso de morosidad se encarga de ejecutar a los correspondientes deudores. Actúa como agente de retención de la tributación que afecta al proceso de titularización. Finalmente, tiene a su cargo la información del portafolio de activos administrados y que entrega periódicamente al fideicomisario.

3. **Sociedad Titularizadora ("Special Purpose Vehicle", SPV):** Es la entidad central de todo el proceso. Paga por los activos del originador y emite los títulos valores. Su papel es fundamental para todo el proceso, esencialmente en cuanto permite la separación del riesgo propio de los activos transferidos por el originador y la seguridad que los

4. Banco de Inversión: Es la entidad encargada de preparar la colocación de la oferta pública o realizarla privadamente. Puede actuar también como "underwriter", o sea, compra todos los títulos, o una fracción de ellos, para luego venderlos en un mercado secundario.

Si el propio emisor es el que acicala la operación, este crea una reserva sobre la base de la diferencia ("spread") entre el interés que generan los activos y el que paga a los inversores.

7. Agente Fiduciario ("Trustee"): Es la entidad que crea Sociedad Titularizadora y actúa como intermediario. Compra los activos a nombre de los inversionistas y recibe los pagos del Agente de Cobranza o del Acicalador del Crédito para pagarlos a los inversionistas.

La titularización en Bolivia está, como en otros países, destinada a contribuir al desarrollo del mercado de capitales debido a la versatilidad que presenta para financiar una serie de actividades productivas. Asimismo, por sus características, puede contribuir al fortalecimiento de los bancos y a la baja de las tasas de interés. Su análisis y comprensión no pueden dejarse de lado, por ello continuaremos con el desarrollo del tema. ■

[illegible]

La titularización, como un proceso de financiamiento basado en la emisión de títulos respaldados por deudas contraídas, se inició en los Estados Unidos durante la década de los años 70. La respuesta que se obtuvo del mercado financiero norteamericano fue extremadamente positiva, especialmente por las condiciones que en ese momento se presentaban con relación a la reducción de fondos provenientes de los ahorristas tradicionales y las exigencias de los inversores por obtener mejores rendimientos de sus inversiones.

La característica fundamental de estos certificados radicó en que los compradores de los portafolios de estos activos financieros corrían con los riesgos y los beneficios, de ahí el nombre de "pass-through" (traspaso). Sin embargo, quedaba fuera del alcance de estos inversionistas el riesgo de una mala administración por parte de la FHA. Posteriormente, se incorporaron a este proceso, como emisores de los títulos, bancos hipotecarios, entidades de ahorro, e instituciones de apoyo a la vivienda.

se encuentran bajo un estricto control de fiscalización. Así se dio inicio a un sistema de financiación que protege e incentiva a un importante sector de la economía; la construcción y permite dar solución a un serio problema social; el de la vivienda.

Criterios similares llevaron a Colombia a aplicar el proceso de titularización. Inicialmente se crearon las Corporaciones de Ahorro e Hipoteca (CAV) en 1972, para encargarse de administrar el sistema UPAC, cuya finalidad fue la de realizar una masiva construcción de viviendas. Posteriormente se dio paso a la emisión de títulos hipotecarios con la creación de DAVIVIENDA en 1995. Esta institución emite títulos serie 1 bajo la modalidad de obligaciones garantizadas hipotecariamente (Collateralized Mortgage Obligation, CMO). Los títulos CMO dividen a los fondos ("pools") de acuerdo a las diferentes fechas de vencimiento de los títulos hipotecarios que lo componen. De esta manera los inversionistas, participantes en un grupo hipotecario, no reciben el mismo flujo de dinero a lo largo de la vigencia de los títulos en los que invirtieron. La aplicación de este sistema permitió a Colombia el manejo de mayores volúmenes de efectivo, limitó el riesgo de pagos anticipados a las fechas de vencimiento, naturalmente existentes en el mercado hipotecario que puede enfrentar reducciones en las tasas de interés. Asimismo, creo mejores oportunidades a los inversores individuales, y especialmente a los institucionales, para obtener una variedad de títulos a corto, mediano y largo plazo.

Algunos otros países Latinoamericanos han adoptado la titularización partiendo de la misma figura de la hipoteca. En Bolivia, por ejemplo, nace el marco jurídico de la titularización con la promulgación de la Ley de Mercados de Valores. Sus artículos 76 y 82, definen la titularización como la cesión de bienes o activos a un patrimonio autónomo, comprendiendo ésta la transferencia absoluta del dominio sobre los bienes o activos. Aclara, asimismo, que el patrimonio autónomo no forma parte de la garantía, ni de la Sociedad Titularizadora, ni de los acreedores. Por lo tanto, debe responder únicamente a la obligación que emerge de la emisión de valores.