

La titularización en Bolivia o cómo complicar un proceso

Una inversión de mil doscientos millones de dólares que abre una controversia. Puede servirnos de guía y podemos ofrecer mayor contenido

Alberto Bonadona Cossío y Gabriela Flores Calvo



Continuamos la explicación de la titularización iniciada en el anterior número de *abc, Economía y Finanzas*. Hemos explicado ya el proceso de titularización y quienes intervienen en el mismo. Ahora desarrollamos cómo el proceso contribuye al desarrollo de un mercado de capitales. Este aspecto nos sirve de introducción a analizar el Decreto Supremo 25514 que establece "las normas generales que regulan la organización y actividades de las Sociedades de Titularización y el proceso de titularización".

Hemos querido, entonces, presentar primero una explicación del proceso en general, cómo se da en otros países, quienes intervienen y que hacen. Para ello hemos revisado una extensa bibliografía que se la publica en este número (véase página 15). En esta oportunidad desarrollamos algunas ideas adicionales también desde la misma perspectiva. Sobre la base de esos conceptos analizamos críticamente el mencionado DS.

Un instrumento que favorece el desarrollo del mercado de capitales

El rasgo que más se destaca de la titularización es que es un instrumento que permite la transformación de cuentas por cobrar, o activos de baja liquidez, en títulos valores líquidos y fácilmente comerciables en un mercado. Los títulos valores y las deudas registradas como cuentas por pagar, tienen rasgos comunes. Ambos son obligaciones que se traducen en el pago de una suma de dinero y ambas pueden ser consideradas como una evidencia de dinero por cobrar, ambos son activos financieros.

Sin embargo, los créditos, que se registran contablemente como "cuentas por cobrar", son

difícilmente utilizados, sin que medie ningún tratamiento previo, como instrumentos financieros comercializables. Característica que, en realidad, es esencial de los títulos valores. Las formas, montos y los términos de los créditos no cumplen las condiciones necesarias para representar eficientes activos financieros de mercado. En este sentido, la titularización de los créditos es, precisamente, el tratamiento previo que permite convertir el documento ilíquido, que respalda a un crédito, en un título líquido, por tanto, comerciable en un mercado primario o secundario. De esta manera la titularización fomenta el desarrollo de los mercados financieros.

Los mercados financieros no surgen espontáneamente, a menos que existan instrumentos estandarizados y disponibles que puedan ser comercializados. Los títulos deben existir en una cantidad suficiente y en formas o denominaciones que puedan atraer inversionistas deseosos de comerciar con ellos. Adicionalmente, los inversionistas potenciales deben tener a su disposición información que sea relativamente de bajo costo, relacionada tanto con los emisores de títulos como con los deudores. No todos los deudores pueden o están dispuestos a otorgar la requerida información.

Tampoco todos los ahorristas o inversionistas desean aceptar tales instrumentos de mercado estandarizados. Debido a que los documentos de los créditos carecen de los atributos necesarios, difícilmente van a poder desarrollarse mercados con el uso directo de ellos. Si se llegase a conformarlos, serían mercados poco eficientes.

Precisamente, la titularización es un proceso que induce eficiencia al mercado porque facilita la creación de títulos estandarizados. Estos llegan al mercado con calificaciones que dan la información que se requiere para adquirirlos sin análisis o autorizaciones adicionales. La

titularización facilita el proceso de transferencia creando instancias transparentes que eliminan las ataduras innecesarias entre los participantes del proceso.

Los dos canales tradicionales de intermediación

Las grandes diferencias entre créditos y títulos afectan a las clases de intermediarios a través de los cuales el dinero fluye entre ahorristas e inversionistas y desde los emisores hacia los tomadores de títulos. Los emisores venden, y los inversores compran y comercian en títulos con la ayuda de intermediarios de mercado. Los mayoristas o *underwriters* distribuyen los títulos que compran a los emisores y los colocan entre los inversores. Los calificadores de riesgo otorgan una calificación del grado de riesgo que supone el título comercializado. Los agentes de bolsa y vendedores pueden participar en esta red de distribución, así como también pueden establecer mercados secundarios en los cuales los inversionistas pueden comerciar entre ellos. Este es la forma que toma la intermediación realizada por el canal tradicional de una Bolsa de Valores

Cuando las condiciones necesarias para la creación de mercados no están presentes, intermediarios institucionales ingresan en el proceso y generan vínculos entre las distintas partes. Las instituciones generalmente obtienen dinero emitiendo diferentes tipos de títulos, que les crean obligaciones en términos que son aceptables a los ahorristas. Luego ellos pueden usar los recursos así obtenidos para realizar préstamos en términos aceptables a los prestatarios. Esta es la forma, más tradicional aún, de intermediación bancaria.

Algunos prestatarios pueden obtener recursos

de ambas formas: i) emitiendo títulos o ii) prestándose de instituciones financieras. Algunos inversionistas pueden invertir ya sea por medio de la compra de instrumentos financieros o prestando a prestatarios, ya sea directamente o indirectamente a través de instituciones intermediarias. Esto último se realizaría a través de depósitos de ahorro en la banca comercial.

Sin embargo, no todos pueden darse el lujo de escoger la forma de intervenir en un mercado financiero. La gran mayoría de los pequeños prestatarios e inversionistas no pueden utilizar directamente los mercados financieros, y por lo tanto deben acudir a intermediarios institucionales. Los canales de intermediación más comunes han sido principalmente los bancos. Las bolsas han llegado a ocupar también un lugar muy importante en este proceso de intermediación. A partir de la década de los 70, la titularización se ha desarrollado considerablemente como un nuevo canal de intermediación en los mercados financieros.

Actualmente no existe la menor duda que la titularización amplía los mercados y permite obtener importantes beneficios aunque no llegan estos libres de algunos peligros para las partes intervinientes, así como para la economía en su conjunto. No obstante, es importante observar que, en muchos aspectos los mercados son más eficientes que los intermediarios institucionales.

Un método para vender los créditos de los bancos

La titularización puede ser definida como una eficiente forma para vender los créditos otorgados por los bancos. Frente a la necesidad de convertir activos no tan líquidos en dinero efectivo para pagar obligaciones contraídas de corto plazo, la banca puede recurrir a la titularización. Esta la libera de los créditos otorgados y le permite obtener efectivo.

En muchas situaciones las instituciones bancarias pueden confrontar una serie de motivos para vender sus activos financieros, ya sea por razones contables, de calce de obligaciones de corto plazo frente a activos de largo plazo, o por presiones regulatorias. En general, los bancos mantienen obligaciones de corto plazo, éstas por la naturaleza de los bancos son: cuentas corrientes, cuentas de ahorro, que los depositantes pueden retirar recursos sin previo aviso. La ley y las regulaciones requieren, sin embargo, que los bancos mantengan reservas de capital, ya sea en forma de obligaciones de largo plazo, o también capital accionario.

En estas circunstancias, generalmente los bancos llegan a obtener capital de dos maneras: una es vendiendo acciones o bonos de largo plazo; otra es mediante la reducción de activos que les permita pagar algunas de las obligaciones de corto plazo. Hasta la década de los 70, los

bancos norteamericanos enfrentaban sus necesidades de liquidez mediante la emisión de acciones o bonos de largo plazo. Esta modalidad, sin embargo, se hizo cada vez más difícil, y tuvieron que optar por la venta de sus activos financieros, donde también incluyeron sus créditos concedidos a sus clientes. La necesidad de vender estos créditos ilíquidos creó un importante incentivo para titularizar y convertir las cuentas por cobrar en títulos valores líquidos.

Los inversionistas que actúan en una bolsa conceden mayor valor a los títulos que poseen mayor liquidez y, por lo tanto, están dispuestos a posponer o renunciar a un retorno mayor con tal de obtener títulos de alta liquidez. Así, la titularización de una cartera de créditos de un banco reduce el costo del capital para los vendedores de deuda. Por esta razón, generalmente, se crean presiones para titularizar y se producen incentivos para hacer el proceso más eficiente y, en consecuencia, favorecedor de los beneficios que puedan obtener los vendedores.

La separación de las funciones de las entidades crediticias

Desde otro punto de vista, la titularización puede ser también considerada como un mecanismo que permite separar las funciones tradicionales de los intermediarios institucionales, como son

los bancos, y abre las puertas a que otros entes realicen algunas de estas funciones. Tradicionalmente, los bancos hacen préstamos, esperan que estos sean cancelados y realizan todo tipo de servicios que podía requerir el deudor, hasta el vencimiento del crédito otorgado, su mora o insolvencia.

La titularización, sin embargo, rompe con la tradición y permite a los bancos, hacer préstamos como siempre los hizo. Pero también le abre la oportunidad de vender los créditos en vez de mantenerlos hasta su vencimiento. Más aún, debido a que hacer préstamos y titularizarlos son dos actividades separadas, los promotores del proceso no necesitan ser prestamistas y viceversa. Los mercados al por mayor para grandes y pequeños créditos, han crecido significativamente, y permiten a los promotores comprar así como titularizar créditos hechos por otros entes.

Asimismo, la titularización abre posibilidades de nuevos emprendimientos empresariales como la formación de sociedades titularizadoras o robustece los existentes como son las calificadoras de riesgo, la banca de inversión y los fondos mutuos o fondos de inversión. De la misma manera, al crear mayor competencia en el mercado del crédito favorece la baja de las tasas de interés.

Su efecto en la banca: ventajas y desventajas

Muchos economistas consideran, sin embargo, que la titularización afecta negativamente a los bancos. En este sentido señalan que en el corto plazo, los bancos podrían vender sus activos financieros para obtener el capital que ellos necesitan, lo que redundaría en un encogimiento de la banca de largo plazo. Por otra parte se advierte que los bancos al titularizar sus carteras acrecientan su nivel de riesgo con relación a sus activos, puesto que venden sus mejores créditos.

De manera más crítica aún, se observa que la titularización expone a los bancos a una gran competencia para obtener prestatarios. La tradicional posición de la banca como los prestamistas de primera instancia, puede llegar a ser seriamente debilitada porque con la titularización se introducen mucho más fácilmente otros tantos competidores a la actividad de concesión de créditos. Claros ejemplos de ello son los fabricantes de diversos artículos de consumo, proveedores de maquinaria y equipo o la banca de inversión. Todos estos otorgan financiamiento a sus clientes y respaldan su necesidad de liquidez vendiendo los créditos otorgados. Mientras tanto los bancos deben enfrentar diversos costos que esas otras entidades no los enfrentan, como son, aquellos que se derivan de la regulación respecto a la concesión de créditos. Los bancos, por otra

De manera más crítica aún,
se observa que la
titularización expone a los
bancos a una gran
competencia para obtener
prestatarios.



parte, pueden encontrar barreras legales para incorporarse al proceso titularizador.

Frente a todas estas amenazas, no obstante, hay una gran cantidad de ventajas que se abren en favor de la banca. La titularización induce a profundos cambios en el mundo de los negocios y en la cultura de los bancos, y es posible que en el futuro la titularización les permita realizar cambios altamente beneficiosos. La titularización ofrece a los bancos ingresos provenientes de tarifas de servicios que pueden otorgar, incluyendo algunos que no han sido propios de los bancos.

Por ejemplo, cuando las tasas de interés se reducen, los créditos hipotecarios que fueron vendidos pueden no ser objeto de enmiendas debido a acuerdos previos entre prestamistas y prestatarios, pero pueden ser pagados y refinanciados. Cuando las tasas de interés caen, los bancos, se benefician de esta clase de refinanciamiento. Por lo tanto, no se puede afirmar con toda certeza que la titularización llegará a afectar los intereses de la banca.

El Decreto Supremo No. 25514

El análisis del decreto que establece las normas generales para la organización de la Sociedad de Titularización y el proceso de este mismo nombre, nos conduce a calificarlo de sobrerregulado y alejado de los conceptos universales que orientan la práctica en este campo.

En este sentido, podemos anotar que el artículo 6 establece una entidad especializada para la valuación de patrimonios autónomos, sin especificar cuál es esta entidad. Peor aún, establece una exigencia insulsa al pedir que dicha valuación debe "ser puesta en conocimiento de la superintendencia, pudiendo esta requerir complementaciones o ampliaciones a la misma...". La valuación de cualquier patrimonio dentro del proceso de titularización debe hacerse por medio de las clasificadoras de riesgo. Estas tienen el respaldo suficiente y necesario para dar una valuación sin que ella deba ser sujeta a una complementación o ampliación exigida por la superintendencia.

Asimismo, encontramos una sobrerregulación al exigir que una entidad de intermediación financiera, al participar en un proceso de titularización, cuente con la conformidad previa de la Superintendencia de Bancos y Entidades Financieras. Esto no sólo pone una traba a que los bancos participen en procesos titularizadores, sino también introduce una regulación adicional simplemente por tratarse de bancos y entidades financieras. Por otra parte, se debe distinguir que un banco puede participar como originador o también como inversionista. De la forma en que prescribe el artículo 8, no realiza distinción alguna entre las distintas formas de participar de un banco en el proceso de titularización.

El concepto de fideicomiso

Este es un concepto muy útil en las finanzas contemporáneas. Sin embargo, su utilización debe realizarse distinguiendo claramente la institución en la que se introduce. No es lo mismo el concepto de patrimonio autónomo administrado por terceros dentro del contexto de un sistema de pensiones, que el que se utiliza en los procesos de titularización.

Sin embargo, el decreto supremo comentado muestra una confusión al respecto. Una de las ideas fundamentales de la titularización es la de establecer instancias independientes para cada una de las entidades o agentes que participan en la misma. Se debe buscar, principalmente, que el originador, una vez que venda su cartera de créditos, tratándose de un banco, por ejemplo, quede totalmente liberado de esa cartera. En realidad lo que hace un banco, en este caso, es vender la cartera, la transfiere a otra entidad y no debe mantener vínculo alguno con ella dentro del proceso de crear el patrimonio autónomo. Este sirve como el conjunto de activos subyacentes necesarios para la emisión de títulos realizada por la Sociedad de Titularización (SPV).

Para esto, es necesario crear un patrimonio autónomo que sea administrado por la sociedad titularizadora, pero que libera al banco que actúa como originador de toda responsabilidad en relación con ese patrimonio. Hacerlo como señala el Decreto Supremo No. 25514, es introducir una restricción que desvirtúa el concepto mismo de la titularización.

Otros aspectos criticados

El decreto crea un estructurador, que es el encargado de "agrupar bienes o activos con características comunes", y define que esta actividad "podrá ser realizada por la Sociedad de Titularización, por el originador o por otra institución especializada contratada para tal efecto". La figura del estructurador es una figura que repite las funciones que por lo general son asumidas por el originador, lo cual la hace redundante.

En el caso del garante, no se señala quien puede actuar como tal, y por lo tanto no se define claramente las funciones de los acicaladores del crédito, o credit enhancers, función que por lo general esta asignada a las entidades aseguradoras.

En el artículo 28, inciso b), se hace referencia a la exención del pago de tasas o derechos de registro, únicamente referida a la inscripción de los bienes o activos cedidos para la constitución del patrimonio autónomo de titularización. Este aspecto, no deja claro que ocurre cuando los inversores en los títulos emitidos por la sociedad titularizadora realizan

La titularización induce a profundos cambios en el mundo de los negocios y en la cultura de los bancos, y es posible que en el futuro la titularización les permita realizar cambios altamente beneficiosos.



nuevas transferencias dentro de mercados secundarios u otras formas de transferencia que pueden darse durante el tiempo de vigencia de los títulos. Este aspecto es muy importante al momento de establecer incentivos para el impulso al proceso de titularización.

Finalmente, el artículo 30, con una visión muy tradicional de lo que significa el proceso de titularización, otorga facultades a NAFIBO para actuar como titularizadora, dentro de las características propias de las primeras titularizadoras en los años setenta en los Estados Unidos de América. Este proceso ha alcanzado un grado de evolución tal, que pensar en NAFIBO como titularizadora, con las propiedades otorgadas, es no considerar toda la historia financiera que ha permitido escribir la titularización en casi tres décadas. Por otra parte, para hacer esto se convierte a NAFIBO en una sociedad anónima mixta, en un momento en el cual la participación del Estado no solamente se reduce, sino que se hace crítica y anacrónica al reconstruir el concepto de empresa mixta, que supone una participación estatal ■

Nota de aclaración

En nuestra Revista N° 11, en el artículo "Comprendiendo el proceso de titularización", olvidamos mencionar que el Gráfico 1 fue elaborado sobre la base del trabajo presentado por Tomar Frankel "Securitization of Loans", en The Financial Services Revolution, 1997.