

## Ley de securitización de activos

### **BIENVENIDA A UN VEINTEAÑERO**

*Ricardo Pascale*

En 1977, Ann Monroe, competente periodista del *The Wall Street Journal*, escribía su columna del día "Heard on the Street", la que dedicaba a una nueva operación no conocida hasta el momento en los mercados financieros. Esta había sido desarrollada conjuntamente por el Bank of America y Salomon Brothers.

Era una operación por medio de la cual se transformaba un crédito hipotecario en títulos que serían vendidos, los que tendrían un mercado secundario. El problema de Monroe no era explicarla, sino cómo denominarla. Días después fue editorialmente autorizada a escribir sobre el tema, llamándola *securitization*, con indicación que el nombre no era el propio del diario sino la forma genérica con la que el mercado la denominaba. En esos momentos, las asociaciones de ahorro y préstamo de USA, habían ingresado en serias dificultades financieras. Estas operaciones de *securitization* surgen pues, originariamente, para dotar la liquidez a ciertas instituciones financieras, al transformar activos financieros de baja liquidez en flujos de efectivo de especial valor en la coyuntura.

#### **Precisando el instrumento.-**

Las dificultades que el idioma inglés presentaba para denominar la operación, se traspasó luego al español, en donde se puede encontrar alternativamente como titulación, titulificación o titularización. Esta última ha sido nuestra habitual elección. En todo caso normalmente se le refiere a ellas como operaciones de *securitización* y en la recientemente promulgada ley N° 17.202 del 24 de setiembre de 1999 de nuestro país se le denomina *securitización de activos*. En esta primera nota, de carácter de divulgación le denominaremos conforme a lo establecido por la ley.

Hoy día, pasados más de veinte años de la primera operación, podríamos precisar a la *securitización de activos* como el proceso por el cual se agrupan préstamos así como otros instrumentos de deuda, considerados en una amplia acepción, incluyendo flujos de caja, los que se convierten en títulos comerciables, con la característica que normalmente se fortalece la calidad de los créditos originales.

Este proceso es una arquitectura financiero-jurídica, en la cual en un extremo están los préstamos que pueden tener una apreciable falta de liquidez y, por el otro, inversores que desean incorporar a sus portafolios, papeles que tengan una mejor garantía en relación a otros instrumentos.

El proceso en sí mismo pues, transforma activos financieros ilíquidos, en otros que son los títulos o valores de mayor liquidez y comerciabilidad.

Los nuevos instrumentos generados están respaldados por activos específicos y no por obligaciones generales de la sociedad que finalmente emite los nuevos papeles.

Al comienzo se empezó securitizando hipotecas, proceso en el cual prestaron importante respaldo algunas instituciones como la Federal Home Loan Mortgage Corporation ("Freddie Mac"), la Government National Mortgage Association ("Ginnie Mae") y la Federal National Mortgage Association ("Fannie Mae"). Luego se comenzó con la securitización de prendas sobre automóviles, de cuentas a cobrar de tarjetas de crédito y así sucesivamente. No hace mucho tiempo, por ejemplo, trabajábamos en Perú en la securitización de los flujos de caja de una inversión en minería.

### **Los actores.-**

Los actores habituales de un proceso de securitización de activos son varios, por ejemplo seis, aunque no necesariamente, deba ser ese el número ni todos sean siempre los mismos.

En los extremos están, por un lado, quien **origina** el préstamo o el flujo de fondos que va a ser securitizado y, en el otro extremo está el **inversor**, que asignará sus fondos en los nuevos papeles a crearse. En medio, aparecen otros actores como el **vehículo jurídico** que es a quién se le ceden los derechos del préstamo y las garantías y, emite los papeles en que se dividan aquéllos, conllevando el colateral. En la experiencia internacional se encuentran tres tipos de vehículos: los *fideicomisos de propósitos especiales* que es la más extendida de las modalidades (Colombia, México, Argentina, Perú, etc.), las *sociedades de propósito específico* y, *los fondos de inversión*. La reciente ley de nuestro país sobre securitización de activos se inclina por esta última variedad de vehículo jurídico. En la nueva redacción que se le da al art. 30 de la ley N° 16.774 de 27 de setiembre de 1996 se establece que: "se podrá constituir fondos de inversión cerrados cuyo objeto específico de inversión consista en conjuntos homogéneos o análogos de derechos de crédito, con garantías hipotecarias, cuya titularidad se trasmita a favor del fondo."

Generados los papeles por el vehículo jurídico, suelen haber otros actores como son los **bancos de inversión** que son quienes toman los nuevos papeles, efectúan una primera fijación de precios, los empaqueta y los comercializa. Habitualmente tanto el vehículo jurídico como los bancos de inversión suelen ser filiales del originador del préstamo (comúnmente, un banco).

El escenario, en muchos casos, suele complementarse con otros dos actores: el **fortalecedor del crédito**, habitualmente compañías de seguros especializados en seguros financieros que aseguran parte o todos los flujos de fondos y, las **calificadoras de riesgo**, de especial importancia para contribuir a brindar transparencia al mercado financiero.

## **¿Para qué sirve?**

Una pregunta normal del lector será: ¿para qué sirve a los distintos actores la securitización de activos?

En el caso de los originadores del préstamo, su utilidad puede provenir de tener más capacidad de generar liquidez con algunos activos, el cobro de honorarios por prestar un servicio, traspasar los riesgos al mercado y, dado que es una operación que está fuera de balance, no afecta a los requisitos de capital que se le suelen exigir a las instituciones financieras.

La otra punta, esto es los inversores, encuentran la oportunidad de asignar sus recursos en papeles de mejor calidad crediticia, puesto que suelen tener un colateral así como también la calidad se mejora al existir un fortalecedor del crédito. Para los bancos de inversión, por su parte, se presenta la existencia de un producto financiero nuevo a vender.

Y, en términos más generales podemos señalar que la securitización de activos *crea valor* a la economía con respecto a préstamos individuales por las distintas razones que hemos expuesto, liquidez colaterales y riesgos, menos costos operativos que otras transacciones de fines similares.

## **Etapas en su desarrollo.-**

El desarrollo de la securitización en los mercados financieros de los países industrializados, sobre todo en Estados Unidos de América ha pasado por varias etapas. Al menos tres son claramente distinguibles.

La *primera etapa* ha sido la tradicional de conversión de portafolios de deuda en instrumentos negociables. En particular en esta etapa se trabajó con hipotecas.

La *segunda etapa* (que no implica la desaparición de la anterior), ha consistido en trabajar con flujos de fondos. Estableciendo la predictibilidad de los flujos y ordenándolos en prioridades, se facilita la creación de instrumentos financieros que operen en los mercados.

Por último la *tercera etapa* es en la que se producen reciclamientos de emisiones de papeles, combinando papeles ya emitidos con nuevos. En todas las etapas pero en particular esta última sólo va a estar limitada, en primera instancia, en cuanto a su desarrollo, por la creatividad que desplieguen los actores económicos.

Es posible que estas etapas sean también las que se recorran en el caso uruguayo, que termina de incorporar en su legislación este importante instrumento financiero, que ha mostrado en los distintos países en los que se ha implementado una alta eficacia para los diversos participantes. La nueva ley uruguaya es sin duda una buena noticia, de allí entonces la bienvenida al mercado financiero uruguayo de este veinteañero instrumento financiero.