

SECURITIZACION: FUNCION Y VENTAJAS

*José Leyva Saavedra**

Profesor de Derecho Mercantil en la Facultad de Derecho UNMSM

SUMARIO:

1.- Nota introductoria	98
2.- Definición de securitización	102
3.- Subtipos de securitización	106
3.1. Pass-through	107
3.2. Pay through	108
3.3. Whole business securitisation	108
4.- Sujetos intervinientes en la securitización	109
5.- Activos crediticios securitizables	110
5.1. Préstamos hipotecarios	110
5.2. Préstamos para la adquisición de vehículos	111
5.3. Facturas por tarjetas de crédito	112
5.4. Contratos de leasing	113
5.5. Propiedad intelectual	113
5.6. Moratoria nuclear	115
5.7. Infraestructuras	116
6.- Función de la securitización	117
7.- Ventajas de la securitización	118
7.1. Para las originadoras	119
7.2. Para los inversionistas	121
7.3. Para el mercado	122
8.- Nota conclusiva	122

* Este trabajo ha sido elaborado durante mi estancia de docencia e investigación en el Departamento de Derecho Privado, Área de Derecho Mercantil, de la Universidad Carlos III de Madrid (octubre-diciembre de 2003).

1.- Nota introductoria

En los últimos años han ido tomando posición tanto en el mercado internacional como nacional institutos contractuales inéditos, conocidos en sede empresarial o financiera como productos o derivados financieros (*financial derivatives*). Referentes de estos nuevos productos son los *swaps*¹, particularmente los de divisas y los de tipos de interés², los futuros financieros³, las opcio-

¹ En toda la historia de los mercados financieros, ningún mercado ha crecido o se ha desarrollado con tanta rapidez como el mercado de operaciones de *swap*. Este crecimiento espectacular ha llevado al *swap* a ser considerado como el elemento más simbólico del nuevo entorno financiero internacional. Gracias a este contrato, que tuvo como protagonistas en su primera operatoria en 1981 a la IBM y al Banco Mundial, cada parte puede cumplir con su prestación, generalmente de pago, a un menor costo.

² El contrato de *swap*, en sentido amplio, es una permuta o intercambio de pagos. La modalidad más simple, conocida como *plan vanilla*, consiste en que una de las partes se obliga a entregar una tasa flotante y a recibir una tasa fija, mientras que la contraparte se obliga a recibir una tasa flotante y a entregar una tasa fija. El *swap* viene operando, usualmente, bajo dos modalidades: de tipos de interés (*interest rate swap*) y de divisas (*foreign currency swaps*). En el primero, las partes intercambian dos clases de pagos de intereses, basados sobre dos diferentes métodos de cálculo (por ejemplo, una a tasa fija por otra a tasa variable o *libor*); en el segundo, las partes intercambian pagos en diversa moneda extranjera o divisa, compuestos por intereses y la amortización del capital principal. En los últimos años, el *swap* ha extendido su campo de acción a las materias primas y a los índices bursátiles, lo que ha permitido la aparición de otras modalidades, a saber: *forward swap*, *options swap*, *credit spread swap*, *credit default swap*, etc. Véase DÍAZ RUIZ, "El contrato de swap", en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 1989, núm. 36, pág. 733 ss.; CUENCA MIRANDA, "Los derivados de crédito: el contrato de credit default swap", en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 2001, núm. 78, pág. 12 ss.

³ Con la denominación "futuros financieros", traducción del inglés *financial futures*, se designa una figura contractual nueva creada por los protagonistas del tráfico financiero norteamericano para dar respuesta a diversos fenómenos económicos de la época. La conformación del contrato parte del propósito de reducir o eliminar los costes de transacción asociados a las operaciones a plazo fijo o *forwards* tradicionales; la eliminación de tales costes se produce mediante la celebración y ejecución del contrato en un mercado organizado. Estos contratos tienen normalizados su importe nominal, objeto y fecha de vencimiento, y se negocian y transmiten en un mercado organizado cuya sociedad rectora (*Clearing House*) los registra, compensa y liquida, actuando como compradora ante el sujeto vendedor y como vendedora ante el comprador. Véase VICENT CHULIÀ, *Introducción al derecho mercantil*, Valencia, 2001, pág. 835; IGLESIAS PRADA, "El contrato de futuros financieros. Una síntesis de su caracterización y régimen jurídico", en DÍAZ RUIZ - LARRAGA (dirs.), *Los mercados españoles: opciones y futuros financieros*, Madrid, 1995, pág. 233 ss.; CONTRERAS, "Las garantías del contrato de futuros financieros", en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 2003, núm. 89, pág. 129 ss.

nes financieras⁴, los derivados de acciones⁵, los procesos de *securitization* y de *unbundling*⁶, y otros contratos cuyo objetivo principal es transferir el riesgo asociado con fluctuaciones en el valor de los activos⁷. La creación de estos instrumentos negociales obedece a razones tanto jurídicas como económicas, como son los avances tecnológicos, la nueva reglamentación, la eficacia y eficiencia en el almacenamiento y procesamiento de la información y la creciente volatilidad de los tipos de interés en el mercado financiero.

Estos factores, aunados a otros, han permitido que la *securitization* se convierta pronto en uno de los productos financieros más modernos⁸ y, al mis

⁴ Las "opciones financieras" (*financial options*) son contratos a plazo que tienen por objeto valores, préstamos o depósitos, índices, futuros u otros instrumentos financieros que tienen normalizado su importe nominal, objeto y precio de ejecución. En estas opciones (opción de compra: *call option*; opción de venta: *put option*) la decisión de ejecutarlos o no es derecho de las partes adquirido mediante el pago a la otra de una prima acordada. El tomador de la opción financiera puede decidir realizar la compraventa del activo subyacente o bien el pago efectivo de una cantidad determinada en relación con el precio de dicho activo. La diferencia entre futuros y opciones es que los primeros son contratos en firme y las segundas condicionales o, mejor, potestativos. Véase AGUIRRE RODRÍGUEZ, "Los mercados de opciones", en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 1986, núm. 21, pág. 117 ss.; BAÑEGIL, "Los contratos de opción sobre acciones", *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 1998, núm. 69, pág. 49 ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, "Opción (financiera)", en *Enciclopedia jurídica*, Madrid, 1995, vol. III, pág. 4588 ss.; GALASSO, "Options e contratti derivati", en *Contratto e impresa*, Padova, 1999, núm. 3, pág. 1269 ss.

⁵ Un derivado de acciones (*equity derivative*) es un contrato o, simplemente, un valor cuyo precio sube o baja según las oscilaciones de un índice de mercado al cual está vinculado. Puede adoptar la forma de una opción, de un *warrant*, de un *swap*, de un bono o de cualquier otro instrumento. Uno de los productos derivados basados en índices norteamericanos o europeos, de reconocida aceptación, es el S & P o Nikei. Véase MORLES HERNÁNDEZ, "Los mercados organizados de productos financieros derivados y los mercados *over the counter*", en *Vniversitas*, Bogotá D.C., 2000, núm. 100, pág. 107.

⁶ El *unbundling* es una técnica comercial que consiste en la separación, disgregación o división de una acción en sus diversos componentes económicos, los cuales pueden ser vendidos a diferentes personas; por ejemplo, los dividendos ordinarios, los aumentos de dividendos o los dividendos extraordinarios, los incrementos de precios de la acción en el mercado, etc. Otra técnica consiste en dividir los derechos de la acción en derecho a votar y a cobrar dividendos, así como el derecho al aumento de valor de mercado por encima de una nivel determinado, apunta MORLES HERNÁNDEZ, "Los mercados organizados", cit., pág. 107.

⁷ Cfr. ADELL, "Técnicas financieras utilizadas en el mercado de capitales internacional", en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 1994, núm. 56, pág. 1017.

⁸ Dos de las innovaciones más importantes producidas en los ochenta han sido la *securitization* de una amplia gama de productos financieros y la evolución de los intermediarios financieros como proveedores de instrumentos de gestión de riesgos, señala CAMPBELL, "Innovation in financial intermediation", en *Business horizons*, New York, 1989, noviembre-diciembre, pág. 70.

mo tiempo, más importantes para facilitar a las empresas el acceso a los mercados de capitales⁹. La securitización ha supuesto una transformación trascendente en la práctica de los sujetos participantes en los mercados de capitales. De allí que se advierta a las instituciones bancarias y financieras ávidas de nuevos fondos y nuevas formas de generar comisiones; a los prestatarios deseosos de reducir el costo de su financiación, buscando, pues, nuevas vías de acceso al mercado de capitales¹⁰; la aparición de bancos de inversión encargados de la colocación, creación de mercados y contratación de los valores respaldados por activos; y de inversores que optan por valores de alta calificación, con mayor protección frente a una posible rebaja del *rating*, ofreciendo, con frecuencia, mayores rendimientos que los valores de similar calidad crediticia. Todo esto llevó a pensar que antes del final del segundo milenio por lo menos el ochenta por ciento del total de los nuevos préstamos estarán securitizados¹¹; y ello, por una simple razón: la securitización ya no se considera más un último recurso para obtener fondos. Hoy en día es considerada como una herramienta financiera sofisticada; una manera inteligente de abordar las necesidades financieras, más que un mecanismo para aquellas empresas que tienen problemas de liquidez¹². La securitización es, pues, una alquimia que funciona, y real-

⁹ La securitización no sólo le permite el acceso a ciertas empresas al mercado de capitales, sino que, además, éste se lleva a cabo con una verdadera reducción en sus costes financieros; es decir, acceden al mercado a un menor costo. Véase SCHWARCZ, "La alquimia de la securitización de activos", en *Thémis*, Lima, 2000, núm. 40, pág. 113.

¹⁰ Habitualmente se distingue entre mercado de capitales, mercado monetario y mercado dinerario. El primero incluye los activos financieros negociables (valores de renta fija o de empréstito, o valores de renta variable o de inversión de riesgo), de amortización a largo y mediano plazo; el segundo incluye los activos financieros a corto plazo y elevada liquidez, incluso los pagarés del tesoro y los bonos bancarios y cedulas hipotecarias; y el tercero se refiere a activos de caja: depósitos de dinero transferibles entre empresas del sistema financiero, incluido el Banco Central de Reserva. Véase VICENT CHULIÁ, *Introducción al derecho*, cit., pág. 744. El mercado de capitales cubre una perspectiva mayor a las necesidades financieras de las empresas, pues se encuentra referido a recursos a mediano y largo plazo, necesarios al financiamiento de nueva inversión productiva. La función de este mercado consiste en incentivar y promover la formación de ahorros, y facilitar la transferencia de recursos de los depositarios (unidades de superávit) hacia aquellos que los necesitan para destinarlos a inversión (unidades de déficit), escribe SERRA, *El mercado de capitales en el Perú*, Lima, 1999, pág. 3.

¹¹ En su intervención en la Comisión de "Banking, Housing and Urban Affairs" del Senado en octubre de 1988, Lowell Bryan señaló que en el plazo de diez años, el ochenta por ciento o más de los nuevos préstamos serían transformados en valores. Véase DE REMEDIOS, "Titulización y activos hipotecarios: reflexiones sobre la experiencia jurídica norteamericana", en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 1995, núm. 58, pág. 428.

¹² Cfr. NAUGHTON, "El mecanismo de titulización se extiende por Europa", en *Actualidad Financiera*, Monográfico, 3º Trimestre, Madrid, 1998, pág. 42. La securitización, opina

mente funciona porque es una “financiación a medida”, que permite la optimización de una operación financiera por medio de elementos tributarios, crediticios y contables¹³.

La novedad de la securitización radica, fundamentalmente, en el hecho que la movilización de los créditos se lleva a cabo con figuras distintas de aquellas típicas de la intermediación crediticia tradicional; distintas tanto desde un punto de vista subjetivo como objetivo. En el primer caso, porque el riesgo del crédito viene asumido por los inversionistas directamente y no por los intermediarios financieros; en el segundo, porque la diferencia de valor entre el precio de cesión y el valor nominal del instrumento de crédito cedido viene determinado no mediante un contrato entre la empresa adquirente y la transferente, sino a través de la intervención de una tercera empresa, conocida como *special purpose company* (SPC) en el mercado financiero internacional¹⁴. Nos encontramos, pues, ante una nueva técnica financiera que permite convertir activos ilíquidos y heterogéneos en activos líquidos y homogéneos.

Esta estructura financiera, que acoge varias operaciones y diversos sujetos, se articula, sustancialmente, en tres fases, a saber: a) individualización de los activos (*asset*) con el objeto de una securitización; b) cesión de los activos a una sociedad de propósito especial (SPE); c) emisión y colocación de los valores mobiliarios representativos de los activos cedidos. En la individualización de los activos hay que tener siempre presente que ellos deben ser aptos para producir el flujo de caja suficiente para el pago de los intereses y el reembolso de los títulos emitidos. A su turno, la emisión y colocación de los valores securitizados debe responder tanto a las exigencias de los inversionistas como del mercado¹⁵.

FERRERO, es una forma bastante sofisticada de reingeniería financiera, que permite al tomador de crédito o prestatario recaudar fondos en base a sus ingresos futuros. Este proceso implica que pueden ser negociados, en ciertos mercados de valores, aquellos activos líquidos que normalmente tienen una rotación muy baja (“Apuntes sobre la securitización de derechos de propiedad intelectual”, en *Gaceta jurídica*, Lima, 1998, t. 61, pág. 37-B).

¹³ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, “Securitización de activos”, en *Revista jurídica del Perú*, Trujillo, 2001, núm. 19, pág. 122; ID., “Contratos de financiamiento”, en *Vniversitas*, Bogotá D.C., 2001, núm. 102, pág. 406.

¹⁴ Cfr. BOCHICCHIO, “La cartolarizzazione dei crediti: sinergie tra intermediazione creditizia ed intermediazione mobiliare”, en *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, Padova, 2000, núm. 5, pág. 977.

¹⁵ Cfr. CARNOVALE, “La cartolarizzazione dei crediti (la nuova normativa e i profili di vigilanza)”, en *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Padova, 2002, núm. 3, pág. 477 ss.

Apuntada la novedad e importancia de la securitización de activos en los mercados financieros, corresponde delimitar ahora el ámbito de estudio de nuestro trabajo, que es, fundamentalmente, la función y las ventajas de esta estructura financiera, aunque también dedicamos, de paso, algunas líneas a los activos securitizables.

2.- Definición de securitización

El término *securitization*, que deriva de la palabra inglesa *securities*, tampoco ha escapado de la vieja costumbre de la rebautización¹⁶. La doctrina española, por ejemplo, ha propuesto los vocablos securitización¹⁷, titularización¹⁸ y titulización¹⁹; la francesa, *titrisation*; y la italiana, *cartolarizzazione*²⁰. Algu-

¹⁶ Sobre el término *securitization*, véase FRIGNANI, "La securitization come strumento di smobilizzo di crediti di massa (profili di diritto privato europeo)", en *Il Foro italiano*, Roma, 1995, parte V, pág. 295; BONTEMPI - SCIAGLIARINI, *La securitization*, Milano, 1999, pág. 52.

¹⁷ Cfr. AGUIRRE, "La securitización de los mercados de crédito", en *Curso de introducción a la bolsa*, Madrid, 1987, pág. 40 ss.; SCHWARCZ, "La alquimia de la securitización", cit., pág. 113 ss.; LISOPRAWSKI, "Securitización", en LISOPRAWSKI - KIPER, *Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización*, Buenos Aires, 1995, pág. 6 ss.; PAOLANTONIO, *Fondos comunes de inversión*, Buenos Aires, 1995, pág. 28 ss. El término securitización, cabe señalar, deriva de la castellanización del vocablo inglés británico *securitisation* y del americano *securitization*.

¹⁸ Cfr. LEVENFELD - SANCHEZ, "La titularización de los préstamos hipotecarios", en *Revista española de financiación a la vivienda*, Madrid, Primavera 1989, pág. 107 ss.

¹⁹ Cfr. ALMOGUERA, *La titulización crediticia (un estudio interdisciplinario)*, Madrid, 1998, pág. 25 ss.; GARCÍA MORENO - FORNIELES ALEMÁN, "La titularización de activos: una interesante alternativa para la mejora de liquidez de las entidades financieras", en *Actualidad financiera*, Madrid, 2000, núm. 3, pág. 3 ss.; TAPIA HERMIDA, "Los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras. Comentario urgente del Real decreto 926/1998", en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 2000, núm. 77, pág. 119; ALONSO GONZÁLEZ, "Titulización: mucho más que emitir bonos", en *Cuadernos de estudios empresariales*, Madrid, 2001, pág. 31 ss. En opinión de MADRID PARRA, la expresión títulos valores no tiene por qué incluir los valores representados mediante anotaciones en cuenta, única modalidad que admite la ley española reguladora de la materia (Ley 19/1992). De allí lo forzado de la expresión titulización, término más estrecho en su contenido que el anglosajón *securities*, que sí comprende tanto el valor representado por título físico como el anotado en un registro contable ("Marco legal de la titulización de activos financieros en España", en *Perspectivas del sistema financiero*, Madrid, 1993, núm. 44, pág. 21 ss.).

²⁰ La Legge núm. 130, del 30 de abril de 1999, utiliza la denominación "cartolarizzazione dei crediti". Al respecto, véase MAIMERI, "Prime osservazioni sul disegno di legge in tema di cartolarizzazione dei crediti", en *Banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 1999, vol. LII, núm. 1, pág. 235 ss.; RUCELLAI, "La legge sulla cartolarizzazione dei crediti", en *Giurisprudenza commerciale*, Milano, 1999, núm. 2, pág. 411 ss.; BOCHICCHIO, "La cartolarizzazione dei crediti", cit., pág. 977 ss.; GENTILE, "L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi

nos autores, inconformes con la propuesta española, prefieren utilizar otras denominaciones, como bursatilización o valorización. La ley peruana y su reglamento²¹, siguiendo una vez más a la ley española (Real decreto 926/1998), utilizan el término titulización. Por nuestra parte, creemos que se debe utilizar la denominación inglesa no sólo por la dificultad de su traducción sino por su aceptación y reconocimiento en el mercado financiero internacional; pero, si se desea contar con una propia en español, bien puede ser la traducción literal, esto es, "securitización", ya que el vocablo "titulización", utilizada por la ley y un sector de la doctrina nacional²², nos dice poco de la operación misma. Preferimos, por ende, utilizar indistintamente el término original *securitization* o el de securitización, ya que ésta cada día goza de mayor aceptación²³.

La dificultad para formular una definición de securitización estriba en el hecho que dicho vocablo ha sido utilizado para describir una amplia gama de transacciones, desde el activo hipotecario más simple hasta las emisiones más complejas con varias clases de deuda y acciones referidas a un solo activo. Gran parte de los trabajos sobre esta institución negocial hacen alusión a la combinación de activos y a su posterior venta a los inversores institucionales o particulares. Veamos algunas definiciones.

En sentido amplio, explica ESTOUP, la securitización consiste en reemplazar o transformar las concesiones tradicionales de créditos bancarios gracias a una emisión y colocación públicas de títulos negociables. Estos títulos resultan,

comuni di credito", en *Banca, borsa e titoli di credito*, Milano, 2000, vol. LIII, núm. 6, pág. 235 ss.; VENTURA, "La cessione dei crediti vantati nei confronti di soggetti pubblici, in particolare la cartolarizzazione del credito", en [<http://www.diritto.it/articoli/civile/ventura.htm>], pág. 4; BESSONE, "Cartolarizzazione dei crediti. Soggetti. Disciplina delle attività. Garanzie di pubblica vigilanza", en [http://www.studiocelentano.it/lenuovevocideldiritto/testi/bessone_021001.htm], pág. 1.

²¹ Dicha estructura financiera está regulada, en el Perú, por la Ley del Mercado de Valores (LMV), Decreto Leg. 861 (22/10/1996), reglamentada mediante Resolución CONASEV N° 001-97-EF/94.10 (RPT), y refundido en el Texto Único Ordenado de la LMV, D.S. N° 93-2002 (15/7/2002).

²² En esta línea están, entre otros, ALCAZAR, "La titulización de activos en el Perú", en *Revista jurídica del Perú*, Trujillo, 1995, núm. 4, pág. 178 ss.; DENEGRI, "La titulación de créditos hipotecarios", en *Thémis*, Lima, 1997, núm. 35, pág. 65 ss.; BENAVIDES, "Titulización de activos: aproximaciones a su desarrollo en el Perú", en *Estudios sobre el mercado de valores*, Lima, 2000, pág. 143 ss.; LAZO - DE ROMAÑA, "Titulización de activos", en HUAYANAY (comp.), *Contratos*, Lima, 2002, pág. 601 ss.

²³ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización", cit., pág. 126; LISOPRAWSKI, "Securitización", cit., pág. 11; PAOLANTONIO, *Fondos comunes de inversión*, cit., pág. 180 ss.

sea de una creación de instrumentos financieros (por ejemplo, los *commercial papers* respaldados por un banco), sea de una transformación de un crédito bajo la forma de un préstamo obligacional (por ejemplo, un crédito hipotecario transformado en obligaciones o cédulas hipotecarias), sea de una transformación de créditos en partes de un organismo de colocación de valores, creado especialmente a esos fines (por ejemplo, el fondo común de créditos)²⁴.

LEMBO, por su parte, señala que la operación de *cartolarizzazione*, llamada también *securitisation* o *titolarizzazione*, consiste en la cesión de "blocchi di crediti tra loro omogenei da parte di una società ad una altra [detta veicolo o *special purpose vehicle* (SPV)] che li acquista e, nel contempo, si finanzia emettendo sul mercato titoli negoziabili (*asset backed securities* o ABS) di natura pseudo obbligazionaria o quote di partecipazione"²⁵.

De manera descriptiva, TAPIA HERMIDA define la securitización 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 institucionales²⁶.

En otras palabras, a través de la securitización las instituciones de crédito, esto es, bancos, financieras, empresas de *leasing*, de seguros, de crédito de consumo u otras empresas, movilizan los activos y, eventualmente, los pasivos, de su balance bajo la forma de créditos para negociarlos en el mercado, con la finalidad de beneficiarse de las condiciones más ventajosas que se le pueda ofrecer.

²⁴ "Securitización y cesión de créditos comerciales", en *Revista de derecho comercial y de las obligaciones*, Buenos Aires, 1995, vol. A, pág. 121.

²⁵ "L'iter storico della legge sulla cartolarizzazione dei crediti. Brevi considerazioni su profili civilistici e fallimentare", en *Il diritto fallimentare e delle società commerciali*, Padova, 2000, núm. 2, pág. 216.

²⁶ *Sociedades y fondos de inversión y fondos de titulización*, Madrid, 1998, p. 279; Id., "Los fondos de titulización de activos", cit., pág. 122.

Algunos autores definen la securitización en sentido estricto, es decir, la consideran como una técnica que permite únicamente convertir bloques de créditos bancarios en títulos negociables, excluyendo la creación de títulos que no representen créditos bancarios, como es el caso de los *commercial papers*, por ejemplo, que son un signo de desintermediación²⁷.

El Real decreto 926/1998, del 14 de mayo, que regula los Fondos de Titulización de Activos y las Sociedades Gestoras de Fondos de Titulización (LFTA), señala que “los fondos de titulización de activos son patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, integrados en cuanto a su activo, por los activos financieros y otros derechos que agrupen y, en cuanto a su pasivo, por los valores de renta fija que emitan y por préstamos concedidos por entidades de crédito. Con carácter general la financiación con valores deberá ser superior al 50% del pasivo, salvo que concurran causas financieras, técnicas, jurídicas o de mercado que justifiquen un porcentaje menor y se acredite en el momento de la constitución del fondo” (art. 1).

Por último, debemos citar la definición contenida en la LMV, que en el art. 291 dice: “Titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y a la emisión de los respectivos valores”.

Un sutil comentario a la definición dada por la LMV nos conduce a señalar que la ley no proporciona, en realidad, una definición de securitización; simplemente describe la operación. Como sabemos, definir no es lo mismo que describir: la definición busca dar respuesta a la pregunta ¿qué es?; la descripción a la pregunta ¿cómo es? Sin embargo, pensamos que esto está bien, ya

²⁷ En esta línea, MADRID PARRA señala que la legislación y doctrina estadounidense entienden por *securitization* aquel procedimiento mediante el cual se lleva a cabo la movilización de determinados activos (...) a través de su conversión en valores mobiliarios (*securities*) [“La movilización de los créditos hipotecarios mediante la emisión de valores (Securitización)”, en *Derecho de los negocios*, Madrid, 1991, núm. 5, pág. 18]. En opinión de otros, es la técnica de transformar activos financieros en títulos que pueden ser revendidos a los ahorradores o inversores en el mercado (FAINE – TORNADELL, *Una nueva forma de hacer banca*, Barcelona, 1992, pág. 45); o el proceso de captación de fondos a través de la emisión de títulos valores con oferta pública respaldados por el futuro flujo de caja proveniente de activos que devengan una renta [NORTON, “Securitización de activos: la experiencia estadounidense”, en GERSCOVICH (dir.), *Derecho bancario*, cit., pág. 506].

que este tipo de instituciones, tan complejas en su estructura interna como externa, necesitan más de la categoría lógica del tipo, antes que del concepto abstracto.

En sentido amplio, la securitización es la operación en virtud de la cual se emiten valores respaldados por un activo, de modo que la seguridad de los valores no sólo está ligada a la solvencia de empresa emisora, sino también a la calidad del activo utilizado como respaldo de la emisión; en sentido estricto, la securitización es aquel contrato mediante el cual una o varias empresas, financieras o no, llamadas originadoras, ceden o transfieren a otra empresa, llamada emisora (SPE) un conjunto de instrumentos de crédito de similares características, que dicha empresa agrupa y, con su respaldo, emite valores securitizados²⁸.

3.- Subtipos de securitización

En ámbito internacional, la securitización opera esencialmente bajo dos formatos bien definidos: uno, llamado modelo francés, realiza la securitización a través de la emisión de certificados de participación en los *fonds commun de creances* (fondos de securitización de créditos), que es constituido conjuntamente por la empresa que lo gestiona (*société de gestion*) y el banco depositario de los activos; otro, llamado modelo anglosajón, realiza la securitización a través de la constitución de una empresa especializada (SPE), que es la que emite los valores mobiliarios para su adquisición por los inversionistas. Entre estos dos formatos, se colocan otros, como el modelo belga, que no ha tenido mayor trascendencia.

Con ánimo de graficar un programa básico y tradicional de securitización, diremos que una empresa (originadora) necesitada de financiación transmite, por lo general a través de un contrato de compraventa, un paquete de activos financieros o derechos de crédito a otra empresa (emisora) constituida por terceros con el objeto de emitir valores para su venta a inversores en el mercado de capitales. El precio pagado por la emisora por la compra de los activos permitirá a la vendedora financiar su actividad empresarial. El efectivo resultante de dichos activos permitirá a la empresa emisora cumplir sus obligaciones derivadas de la emisión de los valores frente a los inversores.

²⁸ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización", cit., pág. 128; Id., "Contratos de financiamiento", cit., pág. 409.

La doctrina para llevar a cabo esta operatoria utiliza, tradicionalmente, dos modalidades o subtipos: el *pass-through*, que es una cesión de activos, y el *pay through*, que es una venta de activos²⁹. El legislador nacional, por su parte, prefiere hablar de patrimonios fideicometidos y de patrimonios de sociedades de propósito especial. Veamos cada uno de ellos.

3.1. Pass-through

En virtud de una operación de *pass-through*³⁰, una empresa cualquiera que cuente con activos ilíquidos o de lenta rotación (fideicomitente), se obliga a efectuar la transferencia de los mismos en favor de una empresa securitizadora (fiduciaria), constituyéndose un patrimonio autónomo (patrimonio fideicomitido), sujeto a su administración. Tomando como base o respaldo este patrimonio es que se emiten los valores securitizados (*securities*), los cuales son colocados en los mercados de capitales y, en efecto, adquiridos por los inversionistas, sean éstos institucionales o individuales (fideicomisarios)³¹.

Generalmente, en un *pass-through* la empresa originadora conserva la administración de la cartera de activos, elaborando la información de su desarrollo, haciendo el seguimiento de los deudores, cobrando las cantidades producidas con la venta de los activos transferidos, los que, previa deducción de la comisión de administración, son liquidados a los tenedores de los títulos. Lo interesante en esta estructura es que la empresa originadora de los activos, es decir, el originario acreedor, se ha desprendido de ellos, ya

²⁹ La doctrina especializada, usualmente, traduce *pay through*, como por pago; nosotros preferimos utilizar el término "por venta", ya que ésta modalidad tiene por objeto la transmisión de la propiedad de los activos a la empresa originaria.

³⁰ Por existir originalmente tres clases de garantías, tres también eran las denominaciones empleadas, a saber: *straight pass-through*, *partially modified pass-through* y *fully modified pass-through*. Esta última es la que se generalizó pronto. Véase ALMOGUERA, *La titulación crediticia*, cit., pág. 269.

³¹ Un ejemplo típico de esta técnica es el *pass-through* hipotecario, donde todos los pagos de capital percibidos por las hipotecas, así como los pagos por intereses hasta un rendimiento fijo, se transfieren a los inversores, con intereses superiores al rendimiento fijo que retiene el encargado del servicio de la hipoteca en concepto de remuneración. Las variaciones de la estructura incluyen títulos *pass-through* subordinados, donde los inversores reciben certificados representativos de fracciones de participaciones indivisas prioritarias (*senior*) en los activos y el vendedor conserva la participación remanente, explica NORTON, "Securitización de activos", cit., pág. 509.

no figuran más en su balance, a la vez que los valores securitizados no son títulos de deuda que pesan como un pasivo sobre su patrimonio³².

En esta modalidad de securitización, los pagos de los deudores de los activos transmitidos son depositados en una cuenta especial del fideicomiso denominada cuenta de recolección (*collection account*). Lo producido por esta cuenta es destinado, en primer lugar, al pago de los intereses y de la amortización de los valores securitizados, para luego satisfacer los gastos de administración, comisiones y depósito de dichos títulos. En esa cuenta hacen los pagos los avalistas o aseguradores de crédito, cuando se producen situaciones de morosidad o incumplimiento de los deudores de los activos cedidos, que interrumpen el flujo de pagos en beneficio de los inversionistas.

3.2. Pay through

En esta operación, a diferencia de una de *pass-through*, la empresa originadora vende los activos a la empresa de propósito especial (SPE), la que emite los nuevos títulos con el respaldo de su propio patrimonio. En este caso los activos se incorporan al patrimonio de la entidad adquirente y responden por todas las obligaciones que ésta contrae en la operación de securitización.

Los citados subtipos son considerados como estructuras de flujo de caja, de un lado, porque todos los activos se obtienen del balance de la entidad originadora y, del otro, porque todos los flujos provenientes de la cartera securitizada se orientan exclusivamente a la cancelación de las obligaciones (principal e intereses) que surgen de la adquisición de los valores securitizados por parte de los inversionistas.

3.3. Whole business securitisation

Desde hace algunos años, con el propósito de adaptar esta técnica financiera a las nuevas exigencias del mercado, viene operando con singular éxito una nueva modalidad de securitización: la *whole business securitisation* (WBS). La peculiaridad de esta securitización, muy utilizada en Gran

³² Cfr. LISOPRAWSKI, "Securitización", cit., pág. 20; PAOLANTONIO, *Fondos comunes de inversión*, cit., pág. 191; CARNOVALE, "La cartolarizzazione dei crediti", cit., pág. 480.

Bretaña³³, está en la ausencia de una cesión o transferencia de créditos de parte de la empresa originadora a la empresa emisora de valores (SPE). En esta estructura financiera, en efecto, no se produce ninguna cesión o transferencia en bloque de créditos de una empresa a otra para soportar y garantizar la emisión de valores securitizados, sino de una relación de mutuo entre la empresa originadora y la emisora, que tiene como materia prima los flujos de los activos derivados de la actividad (*whole business*) de la originadora, no la cesión de un *pool* de créditos. En otras palabras, “il sottostante dei titoli di emessi non si rinviene in un portafoglio di crediti ma nella ordinaria attività commerciale-imprenditoriale dell’impresa originatoria”³⁴.

4.- Sujetos intervinientes en la securitización

Desde un punto de vista estrictamente jurídico, dos son las partes que celebran el contrato de securitización de activos: la originadora y la emisora; pero desde un punto de vista económico, son más los sujetos o agentes que participan, dependiendo su número y tipo de la estructura utilizada. Así, por ejemplo, observamos: 1) la propietaria inicial del activo, es decir, la originadora en terminología de la LMV; 2) la emisora de la deuda o de las acciones; 3) el banco de inversiones que ayuda a estructurar la transacción y que coloca los valores resultantes; 4) las empresas calificadoras de riesgos, encargadas de evaluar la calidad crediticia de los diversos tipos de valores; 5) la garante (*credit enhancer*) o mejoradora, como dice la LMV, normalmente un banco o una aseguradora, que proporciona una garantía adicional a través de una carta de crédito o cualquier otro instrumento, que asegure la existencia de fondos disponible para hacer frente a los pagos derivados de los valores emitidos; 6) la administradora o servidora, que hace efectivo los pagos y que, tras retener un porcentaje por sus servicios, los entrega a los tenedores de los valores o al fideicomiso por ellos creado a tal fin; 7) la fiduciaria (*trustee*) que actúa en

³³ En este país, la securitización puede ser realizada a través de una cesión de créditos (*true sale*) o de un contrato de mutuo (*loan*) entre la empresa originadora y la emisora. La WBS utiliza este último esquema, caracterizado por una relación de mutuo, garantizado habitualmente por una garantía real (*secured loan*) entre la originadora (mutuataria) y la emisora (mutuante); ésta, a su vez, recupera los fondos entregados en mutuo de la emisión y colocación de los valores en el mercado de capitales a una tasa variable o fija. La restitución a la empresa emisora de los fondos entregados en mutuo y el pago del capital más los intereses viene confiada, pues, a la buena marcha de la actividad comercial de la originadora, la que deberá, al final, restituir los fondos recibidos en mutuo. Véase LANDOLFI, “Considerazioni sulla whole business securitisation”, en [<http://www.diritto.it/articoli/commerciali/landolfi.html>], pág. 1.

³⁴ Cfr. LANDOLFI, “Considerazioni sulla whole business”, cit., pág. 1.

representación de los tenedores de los valores ante la mejoradora del riesgo crediticio, la servidora y la propia emisora; 8) el asesor legal, que estructura la operación desde el punto de vista jurídico, etc.³⁵.

5.- Activos crediticios securitizables

Como hemos adelantado, la materia prima de todo proceso de securitización son los activos de las empresas, sean éstas bancarias, financieras, comerciales, industriales, de servicios, deportivas, cinematográficas, aseguradoras, públicas o privadas. Por ejemplo, las empresas bancarias o financieras, habitualmente, securitizan sus cuentas por cobrar derivadas de préstamos para vivienda, autos y tarjetas de crédito; de forma similar las empresas de servicios, como las de teléfonos, luz y agua, securitizan sus cuentas por cobrar por dichos servicios³⁶. Todos estos activos tienen un denominador común: incorporan un derecho de crédito con distinto plazo de vencimiento, diversa rentabilidad y garantía. Veamos algunos de ellos.

5.1. Préstamos hipotecarios

Este tipo de préstamos se caracteriza, en los distintos sistemas financieros, porque implica la prestación de una garantía real sobre el bien inmueble, que responde de las obligaciones financieras asumidas por el prestatario³⁷. A partir de esta condición, sin perjuicio de la concepción jurídica de cada legislación respecto a este derecho de garantía, encontramos otros parámetros comunes como los plazos dilatados, tipos de interés más reduci-

³⁵ Cfr. DE REMEDIOS, "Titulización", cit., pág. 4; LEYVA SAAVEDRA, "Securitización", cit., pág. 129; LISOPRAWSKI, "Securitización", cit., pág. 25; PAOLANTONIO, *Fondos comunes de inversión*, cit., pág. 192; CARNOVALE, "La cartolarizzazione dei crediti", cit., pág. 482.

³⁶ La doctrina europea, usualmente, divide los activos securitizables en las siguientes categorías: activos bancarios o financieros clásicos (hipotecas, líneas de crédito, préstamos de consumo, tarjetas de crédito, préstamos corporativos, etc.), activos corporativos (ingresos por franquicias de pubs, gasolineras, arrendamiento de aviones, franquicias de casas de juego, derechos por películas o artistas, activos comerciales, etc.) y activos del sector público (moratoria nuclear, peajes, etc.). Véase PÉREZ LIZ – JUNCO, "El mercado internacional de titulización", en *Actualidad financiera*, cit., pág. 27; ALONSO GONZÁLEZ, "Titulización", cit., pág. 34.

³⁷ El mercado hipotecario acapara más de la mitad de los activos securitizados en Europa; sin embargo, se observa en los últimos años una cada vez mayor diversidad, apareciendo los bonos cubiertos por carteras de créditos bancarios como una pieza destacable en el panorama del mercado de bonos securitizados, recuerda LEÓN MIRANDA, "Las titulizaciones sintéticas de carteras crediticias", en *Actualidad financiera*, Madrid, 2001, núm. 3, pág. 17.

dos que en otras operaciones de financiación, mayor número de requisitos para su otorgamiento, vinculación con operaciones de seguro y un régimen tributario con mayores beneficios.

La modalidad más utilizada de préstamos hipotecarios, si nos atenemos a su plan de amortización, es el reembolsable mediante términos periódicos fijos y constantes, también llamado amortizable por el sistema clásico o francés. Su característica definitoria es la constancia de todos los pagos periódicos que debe realizar el prestatario, comprensivos del pago de intereses y de la devolución del principal, hasta la extinción de la operación. Dentro de esos términos constantes las cuotas de amortización crecen siguiendo una progresión geométrica y, paralelamente, las cuotas de intereses disminuyen, manteniéndose la constancia del término de amortización. Los plazos de éstas, comunes a otras, se sitúan entre los diez y treinta años.

La otra modalidad se caracteriza porque los intereses que debe abonar el prestatario durante la duración de la operación no se calculan a un tipo fijo pactado inicialmente, sino que los intereses van modificándose en función de los pactos introducidos en el contrato suscrito, los que en la mayor parte de veces se basan en un indicador de referencia. Las razones que justifican la aparición y generalización de estas operaciones, denominadas a interés variable, se encuentran en la década de los ochenta, cuando se aplican elevadas tasas de inflación junto a tipos de interés fluctuantes y volátiles, coincidiendo en muchos mercados financieros con una liberalización plena de los tipos de interés pasivos y activos³⁸.

5.2. Préstamos para la adquisición de vehículos

Este tipo de préstamos constituye el segmento más importante de la securitización no hipotecaria, aunque en algunos han compartido el liderazgo de emisiones puestas en el mercado con la securitización de facturación por tarjetas de crédito. La primera emisión sobre la base de estos préstamos fue realizada en mayo de 1985, en los Estados Unidos, por la "Marine Midland 1985-1 CARS Trust", que alcanzó a colocar en el mercado un total de US\$ 60,200 millones³⁹. La modalidad utilizada fue la *pass-through*.

³⁸ Cfr. ALMOGUERA, *Titulización crediticia*, cit., pág. 108 ss.

³⁹ Los títulos emitidos fueron calificados con AAA por la S & P con una rentabilidad efectiva para el suscriptor del 9.73 % anual, superior al vigente en aquel tiempo para la Deuda del Tesoro americano a un plazo de dos años.

5.3. Facturas por tarjetas de crédito

Esta técnica, bastante desarrollada en los Estados Unidos, tuvo su punto de inicio allá por el año de 1986 en este país, cuando Salomón BROTHERS colocó entre los inversionistas privados US\$ 50 millones de ABS, adosados de un *pool* de tarjetas de crédito provenientes del Bank One of Columbus. La primera estructuración pública, sin embargo, tuvo lugar poco después, en enero de 1987, sobre US\$ 200 millones a nombre del First Republic Bank. En diez años la securitización sobre facturas insertas en tarjetas de crédito totalizaron US\$ 180 millones. Esta práctica se exportó en 1992 a Canadá, en 1994 a Francia y a Gran Bretaña, y en 1995 a Hong Kong y Brasil⁴⁰.

Las razones de su desarrollo y éxito son múltiples. La primera tiene su fundamento en la existencia de un mercado internacional de tarjetas de crédito muy desarrollado. La operatoria se asienta sobre cuatro sistemas de tarjetas de crédito, a saber: a) las tarjetas de crédito clásicas, a través de las cuales los deudores pueden utilizar un *revolving* o un uso a conveniencia, como puede ser, por ejemplo, el no pago de intereses si la totalidad de la deuda se paga a fin de mes; b) las tarjetas de débito que funcionan contra una cuenta corriente; c) las *chargecard* o tarjetas de pago diferido; y d) las tarjetas de fidelidad, que se emiten para actividades específicas, como compras en determinados mercados o locales. Estas últimas otorgan un crédito con prestaciones previamente determinadas.

Para que una empresa financiera u otro tipo de empresa decidan securitizar estas tarjetas, debe ceder sus créditos sacándolos de su balance en favor de un *trustee* que se refinancia directa o indirectamente con la emisión de *securities*. Ellos aparejan, generalmente, una mejoría en las condiciones de solvencia, diversifican las fuentes de financiamiento hacia una concentración de la actividad sobre la prestación de servicios (estudio, gestión y adjudicación de créditos, por ejemplo) y, bajo algunas condiciones, aumenta la rentabilidad de los fondos propios⁴¹.

En comparación con otra clase de activos (préstamos personales, hipotecarios, inmobiliarios, automóviles, etc.), la securitización de facturas de tarjetas de crédito es más sencilla; precisamente porque su margen de

⁴⁰ Cfr. ESTOUP, "La seducción de la securitización de facturas", en *La Ley*, Buenos Aires, 1996, t. D, pág. 1082.

⁴¹ Cfr. ESTOUP, "La seducción de la securitización", cit., pág. 1082.

coobrabilidad es muy amplio, la securitización es muy barata. En lo fundamental, cabe reconocer, el desarrollo del mercado de la securitización sobre tarjetas de crédito se debió a la crisis crediticia de la década del ochenta.

5.4. Contratos de leasing

Entre los activos apetecibles para los procesos de securitización, que duda cabe, están los contratos de *leasing*, particularmente los que tienen como objeto automóviles, aviones, trenes o barcos, como puede verse en las experiencias alemana, irlandesa, italiana y del Reino Unido. El *leasing* es un contrato que tiene por objeto la cesión del uso de bienes muebles o inmuebles, adquiridos con esta finalidad por una empresa de *leasing*, según las concretas indicaciones de la futura empresa usuaria, a cambio de una contraprestación consistente en el abono periódico de cuotas, a lo que ha de agregarse, necesariamente, una opción de compra, ejercitable al término del plazo y por un valor residual establecido en el contrato. La finalidad natural o sustancial del *leasing* es financiar, principalmente, la utilización y, eventualmente, la adquisición de los bienes por la empresa usuaria⁴².

En el caso de los contratos de *leasing*, los activos que se transfieren son los créditos implícitos, esto es, los montos que están por ser cobrados. Los contratos de *leasing* y los bienes quedan, pues, en poder de la empresa concedente, que es la titular de los mismos.

5.5. Propiedad intelectual

La securitización de la propiedad intelectual es el vehículo apropiado para que los titulares de esta clase de derechos de propiedad⁴³, puedan sacar provecho del valor de sus portafolios sin tener que esperar a recibir un flujo futuro de ingresos. Este sector, si bien hoy representa una pequeña

⁴² Cfr. LEYVA SAAVEDRA, *Leasing*, en *Tratado de derecho privado*, Lima, 1998, vol. I, pág. 116 ss.; MUNARI, "Leasing", en *Enciclopedia del diritto*, Milano, 2002, vol. VI, Aggiornamento, pág. 656 ss.

⁴³ Entre los derechos de propiedad intelectual securitizables hay que distinguir: a) los derechos que ya fueron objeto de una securitización: derechos de autor, derechos afines, derechos de retransmisión de TV, derechos de imagen, marcas, etc.; b) derechos que podrían ser objeto de una securitización: dibujos, modelos, semiconductores; c) derechos que parecen sin interés porque son demasiados inestables: secretos industriales, *goodwill* protegido, derecho de imagen, etc. Véase DESSEMONTET, "La titulación", cit., pág. 113.

parte del total de las operaciones de securitización⁴⁴, se augura que pronto tendrá mejores posibilidades de desarrollo.

Una de las empresas pioneras en la utilización de esta modalidad de securitización es Disney, pues en 1992 emitió US\$ 400 millones en valores sin garantía real por un préstamo a 7 años. La tasa de interés pactada era variable y dependía, en gran medida, de la acogida que sus películas pudieran tener entre el público. En 1997, esta empresa recurrió nuevamente a la securitización, emitiendo valores por un monto de US\$ 600 millones, pero esta vez respaldada por las regalías futuras que generaría el parque de diversiones de Disney en Tokio.

Otra de las empresas que pensó en la securitización de sus derechos de propiedad intelectual para financiarse fue Calvin Klein. Esta prestigiosa empresa, asistida por el Citibank, en 1993 colocó *securities* en el mercado por un monto de US\$ 58 millones, que tuvieron como activos los pagos por derechos de regalías derivadas de su reconocida línea de perfumería, entre las que se cuentan las no menos famosas marcas Obsession, Eternity y Escape.

Estos ejemplos también han calado, como hemos dicho, en el terreno musical y cinematográfico. En 1997, por ejemplo, el cantante David BOWIE a través de la securitización obtuvo un financiamiento por un valor de US\$ 55 millones, el mismo que fue garantizado con las regalías anticipadas que generarían las ventas de sus discos⁴⁵. Al poco tiempo, Rod STEWART logró obtener US\$ 15 millones securitizando sus derechos de ventas de discos y presentaciones musicales.

⁴⁴ El poco desarrollo de la securitización en el campo de la propiedad intelectual tiene que ver, fundamentalmente, con dos causas: una general, que atiende al hecho que los operadores tienen cada vez mayor prudencia con sus inversiones, por culpa de factores coyunturales, como las crisis en los mercados de Asia y de América latina; otra específica, que tiene su expresión en los escándalos o procesos, los plazos de reembolso de la inversión, que fluctúan entre los 9 y 10 años, y en la carencia de un mercado secundario para este tipo de valores mobiliarios.

⁴⁵ BOWIE decidió securitizar los derechos mayoritarios que poseía sobre su catálogo y sobre miles de horas de grabación inéditas, con el objeto de comprar la parte minoritaria que estaba en poder su representante. Véase RAWSTHORN, "EMI in Pounds 18 m Bowie deal", en *Financial Times*, London, 21 de mayo de 1997, pág. 31; citado por DESSEMONTET, "La titulización", cit., pág. 111.

Las motivaciones que llevan a los operadores de este sector a securitizar, particularmente al rubro del entretenimiento⁴⁶, son de distinto orden. Para los artistas y deportistas, por ejemplo, la motivación principal es obtener financiamiento a un más bajo interés; para los productores de películas u otros bienes culturales aptos para la securitización, como los *softwares*, la ventaja principal es la de financiarse sin separarse definitivamente de los derechos que garantizan dicho financiamiento; para los financistas de los proyectos, la causa decisoria es disminuir sus cuentas de obligaciones, que exigen cierta detracción de fondos propios.

5.6. Moratoria nuclear

Con el objeto de buscar una salida eficiente, desde el punto de vista financiero, al crédito que el Estado había contraído con las empresas eléctricas con ocasión de la paralización de las construcciones de centrales nucleares, se diseñó un proceso de financiación sustentado en la securitización de dichos créditos. En este esquema, parecidos al de la securitización hipotecaria, los créditos que se ceden a fondos de titulización son de naturaleza pública, por cuanto reconocen un derecho de crédito de las empresas eléctricas frente al Estado, materializado en una compensación fijada por ley. El crédito viene respaldado por los flujos provenientes de la tarifa eléctrica que pagan los usuarios por el consumo⁴⁷.

⁴⁶ Usualmente se dice que el sector de la industria del entretenimiento es el que posee las mejores perspectivas para las operaciones de securitización; pero, ¿qué razones motivan dicha preferencia? Según la doctrina, son las siguientes: a) dichos activos generalmente tienen un historial fácil de rastrear si nos remontamos hacia el pasado; b) la propiedad intelectual puede ser fácilmente separada de su propietario o autor sin perder su valor. Esto le agrega liquidez a los activos, reduciendo, por ende, los riesgos implícitos, apunta FERRERO, "Apuntes sobre la securitización", cit., pág. 42-B.

⁴⁷ Los gobiernos de España e Italia han utilizado con éxito la securitización en este sector. El primero reguló, como modalidad específica de titulización de activos, los denominados "Fondos de Titulización de la Moratoria Nuclear", mediante Ley 40/1994, de Ordenación del Sistema Eléctrico, Disposición Adicional 8ª. Véase GÓMEZ-JORDANA – LAVILLA, "La titulización de los derechos de compensación por la denominada moratoria nuclear: antecedentes y régimen jurídico", en *Revista de derecho bancario y bursátil*, Madrid, 1996, núm. 64, pág. 947 ss.; VÁZQUEZ ORGAZ, "La titulización de activos en España", en *Boletín jurídico derecho.com*, Madrid, 2002, núm. 51, pág. 4.

5.7. Infraestructuras

Durante los últimos años se ha puesto de manifiesto para las diferentes administraciones públicas la necesidad de redefinir su papel en la financiación de infraestructuras, de forma que sea posible compatibilizar su política presupuestaria con el mantenimiento de un nivel de inversión que permita adecuar las dotaciones de infraestructuras, equipamientos y servicios públicos con los países de nuestro entorno. En este sentido, se han logrado importantes avances, propiciando un cambio cultural en el ámbito de la financiación público-privada, lo que ha facilitado la utilización de instrumentos de financiación estructurada, como el *project finance*, el *leasing* internacional, el peaje en sombra, la securitización, por citar algunos⁴⁸.

Para la financiación de infraestructuras y servicios, usualmente, se echa mano a dos alternativas diferentes, que se relacionan directamente con el tipo de empresa que asume la iniciativa para realizar la operación. Frente a una iniciativa del sector público, fundamentada en la tendencia actual de la descentralización en la gestión de infraestructuras y servicios públicos, hallamos la tradición anglosajona del *private finance initiative*, apoyada en el desarrollo de negocios privados. Entre las áreas de aplicación en infraestructuras se incluyen las obras hidráulicas, las carreteras, ferrocarriles, puertos y aeropuertos, grandes superficies, polígonos industriales, etc.; en el sector energético se toman en cuenta los residuos sólidos, biomasa, minicentrales hidroeléctricas, parques eólicos, cogeneración, energía fotovoltaica, etc.

En el sector de los servicios públicos, el potencial de desarrollo se advierte, entre otros, en los proyectos de residencias de ancianos, parques, reservas nacionales, suministro de agua, residuos sólidos urbanos, servicios funerarios y vivienda social. Muchas veces, el desarrollo de estos proyectos se circunscribe en el ámbito de la concertación público-privada, que permite que determinados proyectos, no son viables económicamente en sede estrictamente privada, adquieran sentido gracias a la integración de los intereses públicos y privados, adoptando la forma jurídica de la concesión⁴⁹.

⁴⁸ Cfr. FRANCO – MUÑOZ, “Titulización de infraestructuras y servicios públicos. Especial referencia al sector de las autopistas”, en *Actualidad financiera*, cit., pág. 61.

⁴⁹ Cfr. FRANCO – MUÑOZ, “Titulización de infraestructuras”, cit., pág. 61.

Particularmente, la construcción de obras de infraestructura vial se desarrolla a través de tres fórmulas financieras: a) financiación presupuestaria, del gobierno central, regional o municipal; b) financiación a cargo de los usuarios de la infraestructura; c) financiación mixta, en los que el pago es compartido por el Estado y los usuarios⁵⁰.

La securitización de activos vinculados a las autopistas toma como base, por lo general, el modelo concesional, aunque puede adecuarse a cualquiera de los otros. La cartera de activos, que sirve de base para la emisión de valores, se conforma usualmente por los derechos de peaje futuros y por los ingresos procedentes de la explotación de las áreas de servicio de la autopista.

6.-Función de la securitización

La securitización de activos funciona como una herramienta que agiliza y elimina las intermediaciones, permitiendo el acceso a una inventiva de instrumentos de mercado, llevando a la banca comercial hacia una verdadera mutación en la estructura del activo y de los riesgos. Permite, en consecuencia, una elevada flexibilidad en el *asset-liability management*, consistente, por ejemplo: en la remoción de los créditos del activo y de las reservas y financiamientos del pasivo; en el pronto abandono de sectores considerados no estratégicos para concentrarse en el "*cuore business*" (reposicionamiento estratégico); en el mejoramiento de la liquidez empresarial; en la posibilidad de obtener financiamientos acordes con las características del activo; y en la oportunidad de entrar al mercado del ahorro, estableciendo relaciones con inversionistas institucionales y con mercados internacionales⁵¹.

Además, dicha estructura aparece como un mecanismo financiero que mejora el encaje financiero de las empresas del sistema bancario, ya que per-

⁵⁰ Para esta forma de financiación pública-privada se utilizan dos modelos: el alemán y el peaje en la sombra. En el primero, la administración hará un pago único en el momento de la terminación de la obra, obligándose el contratista a financiar la construcción adelantando las cantidades necesarias hasta que se produzca la recepción de la obra terminada; en el segundo, se combinan aspectos de financiación privada con la financiación presupuestaria, utilizando el régimen de concesión como método de gestión. Al final de la concesión, los activos construidos reversion a la administración. Véase FRANCO - MUÑOZ, "Titulización de infraestructuras", cit., pág. 66.

⁵¹ Cfr. CARNOVALE, "La cartolarizzazione dei crediti", cit., pág. 483.

mite reemplazar créditos inmovilizados por activos de mayor liquidez⁵². Esta operatoria, al mismo tiempo que mejora la calidad de los créditos, disminuye el riesgo crediticio del inversor y, en efecto, disminuye los costos de financiamiento del emisor de los *securities*. Como sabemos, se mejora la calidad de los créditos cuando se transforman acreencias que no contaban con instrumentación fácilmente transferible, en títulos valores negociables libremente, transmisibles por endoso o simple entrega, al tiempo que se abre un mercado secundario amplio mediante la oferta pública; se disminuye el riesgo de crédito cuando dichos títulos se transforman en títulos valores garantizados con hipotecas, prendas u otras garantías; y, al disminuirse los riesgos, que es un componente del precio, se disminuyen los costos de obtención de fondos para los bancos y entidades financieras⁵³.

La securitización, vale agregar, ofrece a las entidades crediticias o de seguros una fórmula complementaria de financiamiento por recurso directo al mercado financiero⁵⁴. Permite, igualmente, repartir entre organismos especializados las diferentes funciones de la intermediación bancaria: entrega de créditos, gestión, recubrimiento de créditos y captación del ahorro. Abre, en definitiva, nuevas perspectivas de competencia y de ganancias sobre productividad, permitiendo una baja del costo del crédito, tan escaso y costoso en nuestro mercado nacional.

7.- Ventajas de la securitización

La securitización es un mecanismo que ofrece diversos beneficios a cada una de las empresas intervinientes en el proceso; aquí interesa destacar las ventajas ofrecidas tanto a las empresas originadoras como a las inversionistas.

⁵² Particularmente, la securitización de los préstamos bancarios representa un eficaz instrumento para lograr la reestructuración de los activos de las empresas bancarias, apunta LEMBO, "L'iter storico della nuova legge", cit., pág. 221.

⁵³ En el caso de los bancos y empresas financieras, la securitización les permite hacer disponibles y prestables recursos financieros inmovilizados, recreando el ciclo de préstamos, haciendo más eficiente y rentable la gestión operativa, y minimizando los costos de captación de los recursos originarios y de otorgamiento de los préstamos anteriores. De tal forma, los bancos recuperan antes sus créditos y pueden volver a prestar esos recursos recuperados, reiniciando así el ciclo de préstamos. Esta operatoria se puede repetir varias veces, con el consiguiente beneficio para la entidad crediticia y para la economía general, opina VILLEGAS, *Operaciones bancarias*, Buenos Aires, 1996, t. II, pág. 275 ss.

⁵⁴ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización", cit., pág. 134; GARCÍA MORENO – FORNIELES ALEMÁN, "La titulación", cit., pág. 5; GOLDBERG, "Fondos comunes de inversión y fideicomisos financieros. Tratamiento impositivo", en GERSCOVICH (dir.), *Derecho bancario*, cit., pág. 443.

7.1. Para las originadoras

Una de las primeras empresas interesadas en obtener financiamiento es, sin lugar a dudas, la empresa titular de los activos. Ahora, si decide securitizar dichos activos, ¿qué beneficios tendría? La doctrina señala los siguientes:

- a) Incrementa sus fuentes alternativas de financiamiento, ya que le permite obtener liquidez a partir de activos ilíquidos. Esto sucede porque al originar un proceso de securitización, la empresa reemplaza activos ilíquidos o de lenta rotación por dinero en efectivo. Da liquidez donde antes no lo había o se producía a un muy alto costo. Esto mejora, sin duda, los indicadores financieros de las empresas, pues moviliza sus activos para obtener efectivo. La movilización se logra mediante la transformación de dichos activos en títulos negociables en el mercado de valores. La originadora no tiene que esperar que transcurra el plazo establecido para que tales instrumentos crediticios se tornen exigibles y puedan ser cobradas, simplemente las convierte en efectivo mediante un proceso de securitización. Con los recursos obtenidos, la empresa originadora puede financiar el desarrollo de nuevos proyectos y, con ello, estaría generando nuevos activos que posteriormente podrán ser securitizados.
- b) Mejora sus ratios financieros. Dependiendo de la estructura utilizada, la empresa originadora puede mejorar dichos ratios, puesto que tanto los activos securitizados como los pasivos derivados de la emisión de valores, en el caso de emisión de valores que representen un derecho de crédito, no se contabilizan en el balance de la originadora⁵⁵. Los primeros porque son excluidos al ser aislados y los segundos porque el crédito es emitido contra un patrimonio distinto. Esto es particularmente importante para empresas del sistema financiero, que pueden readquirir la capacidad de otorgar nuevos préstamos sin violar las normas impuestas por la legislación financiera respecto al límite de activos ponderados por riesgo con relación a su patrimonio⁵⁶.

⁵⁵ Cfr. GARCÍA MORENO – FORNIELES ALEMÁN, “La titulización”, cit., pág. 7; LEÓN MIRANDA, “Las titulizaciones”, cit., pág. 11.

⁵⁶ En opinión de NORTON, uno de los beneficios que la securitización de activos brinda a las empresas bancarias y financieras es la capacidad de mejorar su situación patrimonial al desafectar los activos del balance sin reducir el capital en forma proporcional (“Securitización de activos”, cit., pág. 532).

- c) Obtiene financiamiento a un menor costo. Esto se explica porque la empresa, al efectuar una emisión de valores mobiliarios mediante un proceso de securitización, obtiene recursos directamente de los inversionistas evitando, en efecto, la intermediación financiera tradicional y sus correspondientes costos. Este bajo costo de financiación resulta todavía más atractivo si el volumen a securitizar es significativo.
- d) Elimina posibles pérdidas derivadas de la falta de calce del interés que generan tales activos con relación a los pasivos asumidos para adquirirlos. En la intermediación financiera, como se sabe, uno de los mayores riesgos del intermediario estriba en el posible desbalance de tasas, plazos e incluso monedas, entre su captación y los activos que origina. La securitización le permite realizar un proceso cronológicamente inverso al que en lo normal se desarrolla en el sistema financiero, en virtud de que las condiciones del pasivo del patrimonio autónomo, esto es, de los valores securitizados, coinciden con las características del activo respectivo. De allí que se diga que el patrimonio autónomo nace calzado, dado que la estructura de tasas, plazos y moneda del pasivo responde a las características de activos financieros preexistentes, generadores de un flujo de caja predecible.
- e) Permite reorganizar el flujo de caja de los activos subyacentes y emitir valores con las características del inversionista al cual se quiere llegar. Igualmente, al ser posible la emisión de valores de características y riesgos distintos con respaldo en el mismo conjunto de activos, su colocación puede efectuarse entre un universo más amplio de inversionistas, lo que incrementa las posibilidades de éxito de la emisión.
- f) Permite acceder a otro tipo de inversionistas. La posibilidad de emitir valores con características distintas a los activos que les sirven de respaldo le permite acceder a nuevos segmentos de inversionistas, lo que no podría lograr si la emisión la efectuara en forma directa, por lo que a mayores fuentes de recursos, mayores posibilidades de obtenerlos en forma más económica.
- g) Posibilita la obtención de precios de mercado en la transferencia de los activos, evitando, en consecuencia, la necesidad de transferirlos con el descuento respectivo con el que se acostumbra transferir los activos ilíquidos.

- h) Brinda un mayor nivel de liquidez y, en efecto, una mayor capacidad de inversión y crecimiento a las empresas⁵⁷.
- i) Posibilita el *spread* o ganancia por diferencial entre tasa de crédito y el precio de la securitización, cuando se transmiten los valores securitizados.

7.2. Para los inversionistas

- a) Ofrece al inversionista valores mobiliarios con bajo riesgo y alta rentabilidad. Los valores que se emitan en un proceso de securitización, al contener el derecho exclusivo de dirigirse contra activos específicos, ofrecen un menor riesgo en comparación a los valores que emita directamente la originadora, los cuales otorgan un derecho similar al resto de sus acreedores (en el caso que se emitan valores que representen un derecho de crédito), de dirigirse contra la masa de activos. Esto es particularmente cierto cuando la calidad del crédito de la originadora es más baja que algunos de sus activos.
- b) La securitización otorga una alternativa de inversión con riesgo determinado y, al mismo tiempo, ofrece una fórmula simple de evaluación del riesgo a los inversionistas institucionales⁵⁸. En los títulos de deuda tradicionales, como sabemos, la calificación del riesgo se hace sobre la capacidad de pago de la empresa emisora; en tanto que en los títulos securitizados el riesgo se califica en los títulos mismos y en los activos que lo respaldan, independientemente de la calidad de la empresa originadora y del riesgo de ésta.
- c) Brinda mejores posibilidades de retorno al capital de los inversionistas. Esto permite una mejor posición para el inversionista, pues se eliminan los costos de intermediación tradicional pudiendo el inversionista obtener por parte del emisor una tasa de interés mayor a las tasas pasivas del sistema financiero.

⁵⁷ Sirve como instrumento en la gestión de riesgos de crédito, al permitir, por ejemplo, ampliar líneas de crédito totalmente ocupadas con ciertos clientes, opina LEÓN MIRANDA, "Las titulizaciones", cit., pág. 4.

⁵⁸ Los inversionistas ven en los procesos de securitización una ampliación de sus posibilidades operativas, individualizando nuevos instrumentos que se colocan entre el sector accionario y el obligacional introduciendo un concepto bastante nuevo determinado por el buen fin de los créditos cedidos, como único medio para el reembolso de la inversión, explica LEMBO, "L'iter storico della nuova legge", cit., pág. 221.

7.3. Para el mercado

a) Contribuye al desarrollo del mercado de valores y, por ende, a una menos costosa y más eficiente forma de asignación de recursos. La securitización, al introducir nuevos valores mobiliarios, incrementa los ya existentes en el mercado, permitiendo a los inversionistas contar con nuevas opciones para la diversificación de sus carteras y, con ello, manejar mejor el riesgo de su inversión.

b) La securitización es una herramienta tanto para promover la desintermediación financiera indirecta como para modificar el rol tradicional de las empresas del sistema financiero⁵⁹. Para estas empresas, sin duda, representa la creación de una fuente alterna de liquidez, diferente a la captación tradicional de depósitos.

8.- Nota conclusiva

La securitización quizá no pueda ser la mejor alternativa para las grandes empresas; pero sí puede ser la más óptima para las empresas que necesitan contar con grandes sumas de dinero, a bajo interés, para financiar sus proyectos de expansión e intentar, en efecto, una mejor posición en el mercado. Así lo entendió, en el Perú, el Grupo Económico Wong, que decidió echar mano a la securitización de activos, particularmente al fideicomiso de titulización, para obtener US\$ 50 millones para financiar sus nuevos proyectos de Hipermercados Metro⁶⁰. Ojalá, pronto, más empresas recurran a esta estructura financiera y dejen de ser simples observadoras para convertirse en verdaderos protagonistas del mercado.

⁵⁹ Cfr. LEYVA SAAVEDRA, "Securitización", cit., pág. 135; GARCÍA MORENO – FORTINER ALEMÁN, "La titulización", cit., pág. 5; TAPIA HERMIDA, "Los fondos de titulización", cit., pág. 121.

⁶⁰ Con este propósito, las empresas originadoras (E. Wong e Hipermercados Metro) transfirieron en fideicomiso a la empresa Fiduciaria (Intertítulos Sociedad Titulizadora) los derechos sobre los flujos derivados de las ventas futuras que efectúe en los locales, a través de las Tarjetas de crédito y/o débito elegidas, según el Acto constitutivo, con la finalidad de que ésta las incorpore al patrimonio fideicometido. Véase ACEVEDO – FERNÁNDEZ, "La titulización de activos. El caso Wong", en *Medio empresarial*, Lima, 2002, núm. 45, pág. 39 ss.