

LA ALQUIMIA DE LA SECURITIZACIÓN* DE ACTIVOS**

Steven L. Schwarcz***

La securitización de activos es uno de los mecanismos de financiamiento empresarial que ha adquirido mayor importancia en los últimos tiempos, pues permite que las compañías interesadas en mejorar sus niveles de liquidez obtengan recursos con mayor rapidez y a un menor costo en comparación con otras fuentes de financiamiento tradicionales, tales como el crédito bancario o la emisión de obligaciones.

Precisamente, el autor del presente artículo procura demostrar las ventajas de la securitización en materia de reducción de costos netos de financiamiento, para lo cual recurre a un detallado análisis de las principales características de esta figura, a la luz de las recientes experiencias en esta materia acaecidas en el mercado de capitales norteamericano.

Este artículo explica la securitización de activos y muestra la manera en que las compañías pueden aplicar la securitización de activos para obtener beneficios directos e indirectos. Más aún, este artículo demuestra que la securitización permite a ciertas compañías conseguir una verdadera reducción en sus costos financieros pues proporciona acceso a recursos del Mercado de Capitales a un menor costo.

Asimismo, este artículo explora los novedosos usos potenciales de esta técnica financiera. “[La securitización] está llegando a ser uno de los medios dominantes para la formación de capital en los Estados Unidos de America.”¹

No solamente la securitización es uno de los medios de financiamiento más importantes de los Estados Unidos sino que empieza a extenderse al mundo entero.

Este artículo explica la securitización de activos y sus singulares beneficios. El artículo empieza con una descripción del proceso de securitización. Pero lo

* Securitización es un neologismo que puede ser entendido como el proceso por el cual una expectativa de pago se convierte en un título negociable. En países como Argentina y Colombia se utiliza el término “titularización”, mientras que en México se emplea el concepto de “burzatilización de activos”. Para efectos de este artículo se utilizará la palabra “securitización” porque es el término que más se aproxima al concepto en idioma Inglés.

** 1994, Derechos Reservados del Consejo de Patrones de la Universidad de Stanford. Este artículo fue originalmente publicado por el Stanford Journal of Law, Business and Finance bajo el título “*The Alchemy of Asset Securitization*” y está siendo re-impreso con autorización. Ni el autor ni el Stanford Journal of Law, Business and Finance asumen responsabilidad alguna sobre la exactitud de esta traducción.

***Steven L. Schwarcz es socio y preside el grupo de estructuración financiera de la firma legal Kaye, Scholer, Fierman, Hays & Handler, y es profesor en materia de derecho comercial, quiebras y finanzas en la facultades de Derecho de Yale y Columbia. El autor gratamente reconoce la colaboración y asistencia de Howard W. Brodie, graduado de la clase 1991 de la facultad de Derecho de Yale, Eric L. Arenson, estudiante de la clase 1995 de la Facultad de Derecho de la Universidad de Nueva York, y expresa su agradecimiento a Ian Ayres, Clive D. Bull, Frank J. Cavallo, Jason H.P. Kravitt, Oussama A. Nasr, Joanne Rose, Alan Schwartz, Paul M. Shupack y Leslie M. Wertheim por sus útiles comentarios a las versiones preliminares de este artículo.

¹ Investment Company Act, Release 1905, [1992 Transfer Binder] Fed. Geo L Rep. (CCH) 85,062, en 83500 (número 19, 1992) (proporcionada en relación con la emisión de títulos bajo la Regla 3^a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión de 1940). Los términos “securitización”, “securitización de activos” y “estructuración financiera” son usados alternadamente. Cada uno de ellos se refiere al uso de la compañía de los flujos de efectivo provenientes de sus activos para obtener recursos. El término “securitización” se refiere especialmente a la emisión de títulos respaldados por dichos flujos de efectivo.

más importante, este artículo explica porqué la securitización permite a muchas compañías obtener recursos a un costo menor que los medios de financiamiento tradicional. El trabajo después analiza las diferencias entre la securitización y el factoraje, el cual es un antecedente de esta técnica financiera.

Luego este artículo trata una pregunta medular: ¿Es el proceso de securitización un “juego de suma cero” o verdaderamente reduce los costos netos de financiamiento? La respuesta a esta pregunta es simple. La securitización es una alquimia² que realmente funciona. En la securitización, una compañía se “desmembrana” parcialmente a sí misma separando ciertos tipos de activos altamente líquidos de los riesgos generalmente asociados con la compañía en su conjunto.³ La compañía puede luego usar estos costos mejor que si la compañía, con todos los riesgos inherentes, hubiera adquirido esos recursos directamente a través de la emisión de títulos de deuda o de capital.⁴ La compañía conserva los ahorros generados por los costos más bajos, mientras que los inversionistas de los activos securitizados se benefician teniendo sus inversiones en riesgos menores. Este artículo concluye describiendo aquellas áreas en donde las oportunidades de securitización todavía deben ser exploradas.

Este artículo no repite el trabajo de otros tratando de presentar pruebas empíricas o un análisis económico cuantitativo de la eficiencia de la securitización.⁵ En

lugar de ello, este artículo adopta un enfoque analítico y de sentido común jurídico para el estudio de la securitización de activos.

I. CÓMO FUNCIONA LA SECURITIZACIÓN

Una compañía que quiere obtener financiamiento a través de una securitización empieza con la identificación de los activos que pueden ser usados para obtener o captar recursos⁶. Estos activos típicamente representan los derechos de pago en fechas futuras y son usualmente denominados como las “cuentas por cobrar.”⁷ A la compañía que posee las cuentas por cobrar se le llama usualmente el “originador”. El riesgo de que estos pagos puedan no hacerse a tiempo es un factor importante para valuar las cuentas por cobrar. Sin embargo, en la medida que el originador pueda razonablemente predecir el porcentaje total de sus cuentas por cobrar que puedan no pagarse, podrán ser objeto de securitización aun aquellas cuentas por cobrar que presentan riesgos de no poder cobrarse. Por consiguiente, un grupo estadísticamente grande de cuentas por cobrar que son debidas por muchos obligados, por los cuales el pago es razonablemente predecible, es generalmente preferible sobre un grupo menor de cuentas por cobrar debidas por un número menor de obligados.

Luego de identificar los activos a ser usados en la securitización, el originador transfiere las respectivas

² Alquimia se refiere a una técnica usada por los químicos medievales para tratar de convertir metales base en oro.

³ Esto levanta una pregunta de entrada sobre si es apropiado separar a una compañía de sus activos más líquidos. De acuerdo a una leyenda, un abogado, cuando le explicaron la securitización, expresó que “es una perversión de la ley natural que las joyas de la compañía puedan ser desaparecidas por artimañas de abogados”. Este artículo mostrará que la securitización últimamente proporciona beneficios para ambos, la compañía y sus inversionistas, que superan cualquier perjuicio percibido.

⁴ Los Mercados de Capitales son “los mercados en donde los recursos de capital – de deuda o de capital – son negociados. Incluyen las fuentes de colocaciones privadas de deuda o capital como también los mercados organizados y las bolsas de valores”. (John Downes & Jordan Goodman, “*Dictionary of finance and investment Terms*” p.53 (3rd Ed., 1991)).

⁵ Para un excelente análisis cuantitativo, económico y empírico sobre la securitización de activos, ver James A. Rosenthal & Juan M. Ocampo, “*Analyzing the Economic Benefits of Securitized Credit*” Applied Corp. Fin 32 (1992), con el cual el de este artículo está en deuda. Rosenthal y Ocampo analizaron el ahorro del costo que General Motors Acceptance Corporation (“GMAC”) realizó mediante la securitización de sus cuentas por cobrar de los créditos de automóviles en comparación con la obtención de recursos mediante financiamiento de deuda tradicionales. Ellos estimaron que GMAC pudo haberse ahorrado 1.3% anualmente. Pero una opción diferente se halla en George J. Bonston, “*The Future of Asset Securitization: The Benefits and Costs of Breaking Up the Bank*” en *Global Asset Backed Securities market 3* (Charles Stone et al. Eds., 1993). Bonston analizó si la securitización se está haciendo obsoleta en la banca tradicional, y su análisis se limita a los costos y los beneficios de securitizar préstamos bancarios de un banco a sus clientes. No obstante, tal análisis es engañoso cuando es aplicado al universo mucho más amplio de securitización que se discute en este artículo. Este artículo no se limita a la discusión de los bancos como emisores, sino que también trata compañías comerciales e industriales no sujetas a regulación. Más aún, este artículo no solamente analiza préstamos bancarios sino que también incluye todos los tipos genéricos de cuentas por cobrar. Asimismo, en virtud a que los originadores que se mencionan en el artículo de Bonston son entidades que pueden acceder directamente al mercado de capitales en contraste con las compañías que no pueden acceder directamente a los recursos del mercado de capitales, Bonston virtualmente asegura su conclusión de que los beneficios de la securitización son indirectos o marginales. Sin embargo, aun Benson concluye que “la securitización está aquí para quedarse porque tiene un importante papel que jugar.” *Ibid* en p. 14. En la sección IV de este artículo se discute el argumento fundamental de que la securitización no podrá crear nunca recursos genuinos.

⁶ Para una introducción a los principios fundamentales de la securitización de activos, así como también a sus aspectos fundamentales legales, ver Steven L. Schwarcz, “*Structured Finance, A Guide to the Principles of Asset Securitization*” (Practising Law Institute, 2nd Ed, 1993).

⁷ Las cuentas por cobrar pueden ser de corto plazo (usualmente obligaciones a 30 días), como las cuentas por cobrar comerciales que representa el derecho de pago por productos vendidos o servicios prestados, o pueden ser a largo plazo, como los pagos que serán exigibles por un periodo de años en virtud de préstamos, arrendamientos, licencias, contratos de administración, etc. Ver *Ibid* en p. 5-15.

cuentas por cobrar a una sociedad de fideicomiso especial u otra entidad legal independiente y creada para ese propósito especial o "VPE". La transferencia busca separar las cuentas por cobrar de los riesgos inherentes del originador. Por esta razón, el originador estructura en la mayoría de los casos la transferencia para que ésta constituya una "venta verdadera"⁸, una venta que sea eficaz de acuerdo a la ley de quiebras para separar las cuentas por cobrar de los bienes que estarían afectados ante una eventual quiebra del originador.⁹

Para obtener o captar recursos a fin de adquirir estas cuentas por cobrar, el VPE emite títulos en los Mercados de Capitales. El VPE, sin embargo, debe estructurarse como "remoto de quiebra" para ganar aceptación como emisor de títulos del Mercado de Capitales. Ser inmune o remoto de quiebra en este contexto significa que es improbable que el VPE se vea afectado adversamente por la quiebra del originador.¹⁰

Para ser inmune o remoto de quiebra, la estructura organizacional del VPE limita estrictamente las actividades que le son permitidas. La meta es prevenir que acreedores (que no sean los tenedores de los títulos del VPE) tengan reclamos en contra del VPE que les permitan iniciar una acción de petición de quiebra involuntaria en contra del VPE.¹¹

Asimismo se requiere que un VPE que es propiedad o es controlado por el originador tenga uno o más directores independientes. El VPE debe también tratar de obtener todas las formalidades propias de un tercero frente al originador. Estos pasos adicionales ayudan a reducir el riesgo de que el originador, si cae en quiebra, pueda forzar al VPE a solicitar su propia quiebra de manera voluntaria o persuadir a la corte de quiebras para que, en ejercicio de sus facultades de equidad, consolide substancialmente los activos y obligaciones del VPE con los del originador.¹²

II. CÓMO LAS COMPAÑÍAS SE BENEFICIAN

De la Securitización

Mediante el proceso de securitización descrito anteriormente, el VPE obtiene recursos a través de la emisión de títulos –usualmente deuda o títulos similares– y utiliza las cuentas por cobrar compradas al originador para reparar a los inversionistas en el futuro. Los inversionistas, por consiguiente, se preocupan solamente por los flujos de efectivo generados por dichas cuentas por cobrar. Y poco les importa la condición financiera del originador.¹³

La securitización es más valiosa cuando el costo de los recursos, reflejado en la tasa de interés que es necesaria para lograr que los inversionistas adquieran los títulos del VPE, es menor que el costo del financiamiento del originador por otras fuentes directas. El costo menor de los recursos del VPE se transfiere al originador fijando un precio más alto por las cuentas por cobrar del originador. La meta de la securitización, por lo tanto, es el obtener fondos del mercado de capitales a bajo costo mediante la separación de todas o partes de las cuentas.

Por cobrar del originador de los riesgos inherentes a él

La tasa de interés necesaria para atraer inversionistas que adquieren los títulos del VPE depende usualmente del "Rating" o calificación de riesgo que obtengan los títulos de deuda del VPE. Dichas calificaciones son determinadas por varias compañías independientes que han ganado la aceptación de los inversionistas como agencias calificadoras de riesgos.¹⁴ Dado que la mayoría de los inversionistas institucionales en ciertas transacciones de colocaciones privadas (que se analizan más adelante), no tienen el tiempo o los recursos para investigar con profundidad la condición financiera de las compañías en las que ellos invierten, estas calificaciones toman una significación especial. Los inversionistas confían en las calificaciones asignadas para determinar el retorno mínimo que ellos están dispuestos a aceptar por un instrumento dado.

⁸ Ver Ibid en p. 28-35; *Securitization of Financial Assets*, sección 5.02 (Jason H.P. Kravitt ed., 1988). El término "venta verdadera" algunas veces provoca confusión porque la caracterización de una transferencia dada como una venta puede referirse al tratamiento de la transferencia desde el punto de vista contable, de usura, impositiva o de quiebra, y cada uno de ellos es regido por criterios distintos. Schwarcz, nota 6 anterior, p.28

⁹ 11U:SC: Sección 541 (1988). Es improbable que la securitización cree una cesión fraudulenta de acuerdo a la sección 548 del Código de Quiebras (o su equivalente ley estatal de cesiones fraudulentas), porque el precio pagado al originador es normalmente un valor de intercambio razonable por las cuentas por cobrar vendidas.

¹⁰ Ver Schwarcz, nota 6 anterior.

¹¹ Schwarcz, nota 6 anterior, p. 24.

¹² Ibid. P.16-18,21-26.

¹³ Para un ejemplo de esta idea en el caso de hospitales, ver Gregory R. Salathé, Note, "Reducing Health Care Costs Through Hospital Accounts Receivable Securitization", 80 Va L. Rev. 549,554-55(1994)

¹⁴ Las más conocidas y más ampliamente aceptadas agencias calificadoras de riesgo son Standard & Poor's Ratings Group ("S&P") y Moody's Investors Service, Inc. (Moody's"). Duff and Phelps y Fitch Investors Service, Inc., también son conocidas nacionalmente.

Las compañías cuyos títulos de deuda son calificados con "grado de inversión"¹⁵ pueden usualmente emitir títulos en los Mercados de Capitales a tasas de interés competitivas con, y aún a tasas más bajas que, otras fuentes de financiamiento generalmente disponibles, como los préstamos bancarios.¹⁶ Mientras más alta sea la calificación de la compañía dentro de las distintas categorías de grados de inversión, menor será el costo del fondo para la compañía.

Este menor costo es resultado de las bajas tasas de interés necesarias para inducir a los inversionistas a comprar los títulos de la compañía.¹⁷

Una transacción de securitización puede proporcionar obvios ahorros en costos al permitir al originador cuyos títulos de deuda están calificados por debajo de un grado de inversión, o cuyos títulos no están calificados, obtener recursos mediante un VPE cuyos títulos de deuda sí tengan asignado un grado de inversión. Aun un originador con grado de inversión puede obtener beneficios de la securitización si el VPE puede emitir títulos de deuda que tengan un grado de inversión más elevado, y como resultado, disminuir significativamente los costos por intereses al originador.

Uno puede esperar que la securitización sea de gran beneficio para la compañías de mayor riesgo. Esta expectativa, sin embargo, es una verdad parcial. A medida que una compañía desciende hacia los extremos de la inestabilidad financiera o quede al borde de la quiebra, la securitización genera menores beneficios. En tales casos, el VPE tiene un riesgo más alto del normal de ser cuestionado por el síndico de la quiebra del originador, y los inversionistas reacios a los riesgos tienden a evitar estas transacciones.

La securitización de activos, sin embargo, permite a las compañías con niveles aceptables de riesgo la posibilidad real de ahorros en costos. Para determinar si un originador alcanzará ahorros en sus costos a raíz de la securitización, uno debe comparar los ahorros en intereses que sean posibles (como señaló anteriormente) contra los costos de la transacción. Una compañía que esté considerando la Securitización debe comparar: (i) el diferencial esperado entre los intereses pagaderos en un financiamiento no securitizado y los intereses a pagarse en títulos expedidos por el correspondiente VPE; con, (ii) la diferencia esperada en los costos de la transacción entre las opciones de financiamiento alternativas.¹⁸

La obtención de un ahorro por parte del originador dependerá en parte de la manera en la cual el originador estructure la securitización porque, como se verá mas adelante, los costos de la transacción pueden variar sustancialmente.

A. ESTRUCTURA DE SECURITIZACIÓN "ONE OFF"

En la mayoría de las transacciones de securitización, el VPE es creado por un originador específico y para una transacción específica. El objeto de la llamadas securitización "One Off" es el proporcionar al originador suficiente flexibilidad para adecuar la securitización en términos de su estructura particular y de los tipos de títulos del Mercado de Valores que se emiten. Sin embargo, en virtud que las estructuras "one off" son creadas para una transacción específica, los costos de la misma pueden ser altos; raramente generan los ahorros de una compañía de escala que se obtiene en una securitización de múltiples vendedores (como se verá en la siguiente sección).¹⁹ Además,

¹⁵ Una calificación típica de grado de inversión es BBB- o más alta de S&P, o Beaa3 o más alta de Moody's, o la equivalente de otras agencias calificadoras.

Dicha calificación refleja la predicción de la agencia calificadora de que los títulos serán pagados a tiempo. Los títulos de corto plazo, como papel comercial, son asignados con calificaciones equivalentes de corto plazo Para una discusión general de las calificaciones, ver "Securitization of financial Asset" nota 8 anterior, acción 701.

¹⁶ Para una discusión de los costos relativos de los diferentes mercados, ver Steven Pearlstein y Jerry Night. "Banks Lose Out as Depositors Go Elsewhere; Many Options Available for Saving Borrowing", Investing Washingtongtion Post. Aug, 22.1993 en: Michael A. Post, "The Evolution of the U.S. Commercial Paper Market Since 1980", 78 ped. Res. Bull. 879 (1992). Las tasas de los mercados de capitales son usualmente más bajas porque el gran número de inversionistas, así como la libre transmisión de los títulos, actúan como "spreaders" del riesgo inherente.

¹⁷ Por ejemplo, en cualquier momento en el tiempo, la tasa de interés de los títulos con calificación Aaa (la calificación más alta) de Moody's será menor a la tasa de interés necesaria para atraer inversionistas para títulos con calificación Baa de Moody's. Esta diferencia es ilustrada por la tabla siguiente:

Serie Moody's	1992	1993	Marzo 25,1994
Aaa	6.09	5.38	5.35
Baa	6.48	5.82	5.80

Fuente: 80 Fed. Res. Bull., A26, *Domestic Financial Statistics (June 1994)*.

¹⁸ Sin embargo, si la transacción de securitización es "fuera del balance", una comparación estricta "deuda a deuda" puede establecer de manera incompleta los beneficios de la securitización. La securitización "fuera de balance" tiene sus propias ventajas porque no pone presión al originador para obtener capital adicional Ver Rosenthal y Ocampo Nota 5 anterior, p.33.

¹⁹ Significativas economías de escala pueden ser obtenidas, sin embargo, por originadores como GMAC, Citibank, y Chrysler que frecuentemente usan un VPE para emitir títulos en los mercados de capitales.

para evitar subordinar al originador a las responsabilidades de un VPE pobremente capitalizado, las reglas impositivas y contables requieren un nivel mínimo de capital, usualmente de uno o tres por ciento de la cantidad de títulos emitidos. En contraste, un mecanismo de securitización con múltiples vendedores necesita solamente de una capitalización nominal porque la multiplicidad de vendedores reduce el riesgo de que el VPE sea considerado como el *alter ego* de cualquiera de los vendedores. Dadas estas diferencias, sólo con una comparación de costos y demás aspectos hecha caso por caso se puede determinar si una estructura "one off" o de múltiples vendedores es más ventajosa para un determinado originador.

Actualmente, las transacciones "one off" se estructuran en una multitud de formas, y las nuevas estructuras están limitadas solamente por la creatividad de los profesionales que intervienen en las mismas. Mientras que el categorizar todas las estructuras disponibles va más allá del alcance de este artículo,²⁰ un catálogo de mecanismos empezaría identificando los tipos de títulos a ser emitidos por el VPE en el Mercado de Capitales.

Los originadores que desean financiamiento a mediano o largo plazo pueden acceder de manera frecuente al Mercado de Capitales mediante transacciones de securitización en colocaciones privadas. En estas transacciones, un VPE es creado para un negocio y emite títulos de mediano y largo plazo, usualmente inversionistas institucionales sofisticados.

Además, la sofisticación de los inversionistas permite una gran cantidad de creatividad tanto en la estructura como en los tipos de cuenta por cobrar a utilizarse. Los títulos del VPE solamente necesitan ser calificados si los inversionistas lo requieren. Los inversionistas, particularmente las compañías de seguros, usualmente usan la calificación de riesgo para evitar colocar los títulos adquiridos en la llamada "canasta" de inversiones no elegibles.²¹ Sin embargo, la tasa de interés de dichos títulos puede resultar más alta de lo usual

porque los títulos vendidos en colocaciones privadas no pueden ser negociados libremente.²²

Los originadores con grado de inversión que tienen cuentas por cobrar altamente predecibles, o que obtienen mejores condiciones de crédito gracias a dicha calificación, podrán ser capaces de ofrecer públicamente títulos a largo plazo a inversionistas en el Mercado de Capitales a través de un VPE. En virtud de la demanda por los títulos públicamente negociables, este tipo de transacciones proporcionará financiamiento a largo plazo con una menor tasa de interés para el originador. Los costos de llevar a cabo una colocación pública, sin embargo, son altos. No solamente se debe crear un VPE específicamente para el financiamiento, sino además debe prepararse y presentarse una solicitud de registro ante la "Securities and Exchange Commission" ("SEC"). A diferencia de una colocación privada, la que puede concretarse en un período de semanas, una solicitud ante la SEC puede tomar meses.

Además, el nivel de la investigación de diligencia debida que se requiere para satisfacer los requisitos de divulgación de información que imponen las leyes federales de Valores puede ser desalentador.²³ Por esta razón, la securitización pública es rara vez efectiva en materia de costos por transacciones menores a \$50 millones y son más comunes para transacciones de por lo menos \$100 millones.²⁴

El repago de los títulos emitidos por estructuras de securitización del tipo "one off" es usualmente garantizado en todo o en parte por terceros dignos de crédito en el negocio de evaluar esta clase de riesgos, como los bancos (mediante la emisión de cartas de crédito), o compañías afianzadoras (a través de pólizas de fianza). Los otorgantes de estas garantías, usualmente denominados instrumentos de mejora del crédito, deciden de forma independientes si proporcionan dicha mejora o cuánto cobrar por la misma. No obstante que la obtención de mejoras al crédito aumenta los costos de la transacción, el efecto neto puede reducir los costos totales porque los títulos

²⁰ Para un catálogo representativo de estructura ver "Securitization of Financial Assets," nota 8 anterior, Sección 4.

²¹ Las compañías de seguros están limitadas, por ejemplo, en la calidad de nuevas pólizas de seguro que pueden emitir, por la cantidad de sus inversiones elegibles, las cuales se definen usualmente como títulos con calificación de por lo menos grado de inversión, y otros activos elegibles. Para la disposición aplicable del Código de Seguros de Nueva York, ver *N.Y. Ins. Law*, Sección 1404 (b) (consol 1993).

²² Ver Schwarcz, nota 6 anterior. P. 62 – 63. En un intento por aumentar la eficiencia y liquidez del mercado de las colocaciones privadas, la SEC ha expedido la Regla 144^a. Esta regla permite la relativamente libre transmisión de títulos colocados de manera privada entre distintos compradores (referidos como "compradores institucionales calificados" o "CIC"), quienes tienen más de \$ 100 millones en títulos totales invertidos de manera discrecional (o \$10 C.F.R. Sección 230, 144^a (1993).

²³ Ver, por ejemplo, la *Securities Act* de 1993, 15 U.S.C: Sección 77^a-77^{bbb} (1988); la *Securities Exchange Act* de 1934, 15 U.S.C: Secciones 78^a 78^{kk} (1988). Las leyes de valores de cada estado, o leyes "blue sky", también pueden ser aplicables.

²⁴ Sin embargo, recientemente la SEC revisó sus formularios para proporcionar beneficios de registro de anaquel a las ofertas públicas securitizadas de títulos con grado de inversión. Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 62, número 156. "Securitization on Financial Assets", nota 8 anterior, sección 10.01.

apoyados por las mejoras del crédito obtienen mejores calificaciones de riesgo.

Como resultado, la tasa de interés pagadero por dichos títulos es más baja.

B. CANALES DE SECURATIZACIÓN CON MÚLTIPLES VENDEDORES.

Un mecanismo de securitización con múltiples vendedores ofrece a los originadores la oportunidad de minimizar sus costos mediante la utilización de un VPE común. Estos mecanismos son típicamente administrados por bancos comerciales o de inversión, y son capaces de lograr una transacción con costos de economía de escala permitiendo a originadores múltiples el vender sus cuentas por cobrar a un VPE preexistente²⁵.

A la fecha, la mayoría de los mecanismos de securitización de vendedores múltiples han favorecido solamente a originadores con grado de inversión²⁶. Esta selectividad minimiza el riesgo —que ya es reducido debido a la estructura de quiebra remota— de que la quiebra de un único originador pueda adversamente impactar un mecanismo que lleva a cabo transacciones con muchos originadores. Sin embargo, un número limitado de mecanismos de securitización con múltiples vendedores recientemente han comenzado a dar servicios a los originadores cuyos títulos de deuda están calificados con grados menores a un grado de inversión. Como resultado, más originadores están ahora en posibilidad de aprovechar la transacción con economía de escala.

Los mecanismos de securitización de múltiples vendedores, al igual que los del tipo “one off”, se pueden beneficiar con mejoras del crédito. Sin embargo, los mecanismos de vendedores múltiples usualmente expiden títulos de corto plazo, como papeles comerciales. Las agencias calificadoras de riesgo determinarán las calificaciones para dichos títulos a corto plazo

sobre la base no solamente del riesgo de incumplimiento, sino también de la probabilidad de una demora en el pago. Como resultado, las agencias calificadoras de riesgo insistirán usualmente en que terceros dignos de crédito garanticen el pago puntual. Fuentes de liquidez, usualmente proporcionadas por bancos, ayudan a asegurar que un mecanismo de vendedores múltiples tendrá la liquidez disponible para cumplir con las obligaciones de pago de corto plazo en el supuesto de que sea insuficiente temporalmente el flujo de efectivo.

Los otorgantes de esas fuentes de liquidez son reembolsados una vez que los pagos por las cuentas por cobrar sean recibidos. En la mayoría de los casos, el mecanismo será capaz de pagar los títulos de deuda en su fecha de vencimiento con los recursos que obtenga de las cuentas por cobrar adquiridas o mediante la re-emisión de papel comercial. Solamente cuando estas fuentes no sean suficientes para cumplir las obligaciones financieras de corto plazo del mecanismo, se necesitara fondeo de las fuentes de liquidez para asegurar el flujo de efectivo del mecanismo.²⁷

El resultado es que el mecanismo de securitización de vendedores múltiples usualmente utilizará tanto las fuentes de liquidez como la mejora del crédito. Los que proporcionan las fuentes de liquidez insisten usualmente en que el mecanismo obtenga una mejora de crédito, y enfatizan que al proporcionar fuentes de liquidez están asegurando solamente la puntualidad del pago y no garantizan contra la pérdida última. También pueden requerir mejoras de crédito si ellos están disconformes con la estructura o con el nivel de seguridad de una transacción determinada.

En virtud de que las fuentes de liquidez y la mejora de crédito reducen significativamente el riesgo en títulos emitidos por un mecanismo de vendedores múltiples²⁸, las agencias calificadoras de riesgo basan principalmente sus evaluaciones sobre dichos títulos en las fuentes de liquidez y de mejora de crédito que el mecanismo obtiene.²⁹ Él obtener dichas fuentes au-

²⁵ Los mecanismos de securitización con vendedores múltiples típicamente emiten papel comercial a corto plazo o pagarés a mediano plazo en el mercado de capital para fondar sus compras de cuentas por cobrar de los originadores

Ver por ejemplo, Corporate Asset Funding Co., Inc., Fitch Investors Service, Structured Finance, New Issue, Junio 15, 1992, p. 81 (analizando la emisión de 7 mil millones de dólares en papel comercial y pagarés de mediano plazo por parte de Corporate Asset Funding Co. Inc.); Mark H. Adelson, Papel Comercial respaldado por Activos: “Understanding the Risk”, Moody’s Investors Service, Structured Finance, Special Report, Apr. 1993.

²⁶ Asimismo, limitando el mecanismo para servir únicamente a los originadores con grado de inversión, los costos de la transacción pueden ser reducidos porque la transferencia de las cuentas por cobrar del originador al mecanismo no necesitan ser estructuradas como una “venta verdadera”. Ver nota 33 posterior; Schwarcz, nota 6 anterior, p.35; *Securitization of Financial Assets*, ver nota 8 anterior, sección 5.03.

²⁷ Sin embargo las agencias calificadoras de riesgo usualmente requieren que las entidades que proporcionen las fuentes de liquidez tengan calificaciones de corto plazo por lo menos equivalentes a las calificaciones del papel comercial del mecanismo.

²⁸ Para un análisis de los tipos de fuentes de liquidez y mejora de crédito que están disponibles en los diferentes escenarios, ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 13-15; Salathé, nota 13 anterior, p.552.

²⁹ Las agencias calificadoras de riesgo también consideran la solvencia del originador, la calidad de “quiebra remota” de la estructura, y la experiencia y capacidad del administrador del mecanismo y el que da el servicio.

mentará, sin embargo, el costo de la transacción y su valor en reducir los costos de intereses debe ser ajustado correspondientemente.³⁰

C. COSTOS Y BENEFICIOS INDIRECTOS.

Las siguientes secciones analizan cómo las variaciones en las estructuras de securitización pueden afectar directamente los costos y la flexibilidad de la transacción. Cada estructura está también asociada con ciertos costos y beneficios indirectos. Por ejemplo, los costos de la transacción no están limitados a gastos directos, como honorarios legales, honorarios de bancos de inversión, y el costo de las fuentes de liquidez y de mejora de crédito. Ellos también surgen del requisito de "venta verdadera".³¹

Para alcanzar una "venta verdadera", un originador debe limitar, si no lo ha hecho ya, su derecho al valor residual de las cuentas por cobrar vendidas al VPE. Este valor residual puede ser comúnmente significativo ya que el VPE debe obtener un nivel de cuentas por cobrar muy en exceso de la cantidad que se necesita para pagar los títulos expedidos por el VPE. Esta "sobregarantía" se necesita para asegurar a los inversionistas y a los que proporcionan la liquidez y la mejora del crédito, que no sufrirán pérdidas por la demora o incumplimiento en el pago de las cuentas por cobrar. Un conflicto puede generarse sobre la cantidad de sobregarantía necesaria para el VPE; los originadores querrán que el nivel de sobregarantía sea bajo, mientras que los inversionistas y los que proporcionan la mejora de crédito desearán que sea alto. Debido a que la cantidad de las cuentas por cobrar vendidas puede resultar más grande que lo necesario para pagar los títulos emitidos por el VPE, el sobrepago representa un costo indirecto para el originador, pero a fin de cuentas real.

El costo de la sobregarantía puede ser manejado en diversas formas. Si la calificación del originador es de grado de inversión, puede usualmente estructurar la transferencia de las cuentas por cobrar al VPE como una venta para efectos contables, y no necesariamente

te para efectos de quiebra. Después de que el VPE pague sus títulos, el excedente de las cuentas por cobrar y los pagos en exceso pueden devolverse al originador sin alterar la caracterización contable inicial de la transacción como venta.³²

Si el originador no tiene grado de inversión, una venta válida en caso de quiebras será requerida para proteger a los inversionistas de los riesgos asociados con la posible quiebra del originador. Este riesgo de quiebra puede ser evitado, y al mismo tiempo minimizar el costo de la sobregarantía, al estructurar la securitización con dos VPE en una estructura de dos niveles, también conocida como una estructura "FINCO" (compañía de financiamiento).³³ Bajo este método, el originador primero vende las cuentas por cobrar a un VPE totalmente de su propiedad en una transacción que constituye una "venta verdadera" para efectos de quiebra y por consiguiente alcanza protección contra quiebra. El VPE propiedad del originador transfiere sus cuentas por cobrar a un VPE independiente en una transacción que constituye una venta para efectos contables, pero no necesariamente para efectos de quiebra. El VPE independiente emite títulos en los mercados de capitales para fondear la transferencia.

Después de que el VPE independiente paga sus títulos, puede retransferir las cuentas por cobrar y los pagos sobrantes al VPE propiedad del originador sin perjudicar la caracterización contable de la venta. El VPE se fusiona entonces con el originador, o alternativamente, las cuentas por cobrar o los pagos restantes se transfieren al originador vía dividendos.

Esta estructura permite al originador obtener el valor de cualquier cuenta por cobrar o pagos excedentes creados por la sobregarantía original.³⁴

Frecuentemente los beneficios indirectos de la securitización compensan sus costos indirectos. Uno de los más importantes beneficios indirectos es que la securitización de activos proporciona una fuente de financiamiento fuera del balance. Debido a que la

³⁰ En la experiencia del autor, el costo de la mejora del crédito va desde el 0.40% y 0.75% de la cantidad del crédito extendido, y el costo de la liquidez fluctúa entre el 0.15% y 0.35% de la cantidad del compromiso realizado y disponible.

Estas cantidades fluctúan dependiendo de la transacción en particular y la cantidad de partes que están deseosas de otorgar mejoras al crédito o liquidez.

³¹ Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 28-29; *Securitization of Financial Assets*, nota 8 anterior, sección 5.03.

³² Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p.28-29.

³³ Ver *Ibid*, p. 21-22.

³⁴ Una reciente teoría sobre el "recurso Binario" puede permitir una venta verdadera directa en términos de quiebra, del originador hacia el VPE mientras se le permite al VPE retransferir una parte significativa del exceso de cobro al originador. Ver Esteren L. Schwarcz, "A new Theory of Recourse", *Asset sales Rep*, Feb 14, 1994, p 8, Esteren L. Schwarcz, "The parts are greater than a whole; How Securitization of divisible interest can revolutionize structured finance and open the capital markets to Middle-Market Companies", 1993, *Columb. Bus. L. Rev.* 139(1993) [en lo sucesivo Schwarcz, *Divisible Interests*].

securitización es usualmente vista para efectos contables, como una venta de activos y no como un financiamiento, el originador no revisa la transacción como un pasivo en el balance. Dicho fondeo fuera del balance aumenta el capital sin aumentar el apalancamiento o la proporción deuda-capital del originador en sus estados financieros.³⁵

Otro beneficio de la securitización de activos es que puede representar para el originador una fuente adicional e ilimitada de financiamiento. Algunas veces los originadores encontrarán que el apetito del inversionista por sus títulos ha llegado a saciarse temporalmente. En otras palabras, la cantidad de exposición al riesgo del originador que los mercados de capitales están preparados a aceptar puede ser menor a la cantidad de financiamiento del Mercado de Capitales deseada por el originador. En estos casos, la securitización permite al originador obtener recursos adicionales en el Mercado de Capitales mediante un VPE. Este cambio de forma no es un intento de engañar a los inversionistas. Los inversionistas están preparados para aceptar los más limitados riesgos asociados con el VPE, como el riesgo de incumplimiento de pago de las cuentas por cobrar, en comparación con el mucho mayor riesgo asociado con el originador en su conjunto. Como resultado de lo anterior, al proporcionar una fuente de recursos adicionales al mercado de capitales, la securitización puede ser benéfica hasta para los originadores con grado de inversión.

Ciertas securitizaciones pueden resultar en una tasa de interés promedio menor para el originador mediante el uso de una estructura de títulos superiores/subordinados al nivel de VPE.

Los inversionistas sofisticados proporcionan al VPE el equivalente a la mejora de crédito mediante la compra de títulos subordinados. De este modo el originador asigna ciertos riesgos de repago a dichos inversionistas, quienes están en el negocio de evaluar y aceptar un mayor nivel de riesgo que el inversionista común. La tasa de interés por dichos títulos subordinados son más altas que las tasas de interés de los títulos no subordinados (o *senior*) a efecto de compensar por el mayor riesgo. Sin embargo, esta combinación de títulos subordinados y *senior* todavía será de beneficio para el originador si, como

usualmente es el caso, la tasa de interés que resulte de la mezcla de los títulos combinados es menor a la tasa que sería aplicable si solamente una clase de títulos hubiera sido emitida.

La estructura *senior*/subordinada puede también ser usada para expandir el universo de participantes disponibles para proporcionar la mejora del crédito. Una entidad que proporciona la mejora del crédito en la forma de una garantía o su equivalente, usualmente debe tener una calificación de riesgo por lo menos igual a la de los títulos que están siendo garantizados. Sin embargo, el número de entidades que mejoran el crédito con altas calificaciones –incluyendo bancos es realmente pequeño–.

Por otra parte, debido a los requerimientos de altas reservas de capital,³⁶ las mejoras de crédito a terceros que proporcionan las instituciones reguladas como los bancos han llegado a ser muy cara. Pero los inversionistas en títulos subordinados no tienen requisitos de calificación. La mejora de crédito proviene de sus inversiones en efectivo iniciales en los títulos subordinados del VPE, que son usadas para adquirir las cuentas por cobrar y para después sobregarantizar los títulos *senior* del VPE, los títulos subordinados complementan los medios por los cuales los títulos *senior* son pagados.

III. DISTINCIÓN ENTRE SECURITIZACIÓN Y FACTORAJE

Tradicionalmente usado en la industria textil y del vestido, el factoraje, como la securitización, implica una venta de cuentas por cobrar para generar efectivo. Dada las similitudes superficiales entre estas dos técnicas de financiamiento, es útil compararlas y considerar cuándo se aplica cada una de ellas.

“El Factoraje, en su forma más pura... implica solamente la compra al cliente de cuentas por parte del factor, quienes han formalizado un contrato de factoraje. El cliente asume todos los riesgos del no pago de las cuentas por cobrar excepto la imposibilidad financiera del deudor (cliente) para pagar. El factor acuerda pagar mensualmente por las cuentas por cobrar adquiridas en la fecha señalada en el contrato, usualmente llamada la

³⁵ Los inversionistas verían la securitización del mismo modo que los contadores, quienes aplican los principios de contabilidad generalmente aceptados. Ver, Fin. Actt. Standards Bd., Fin. Statements of Acct. Standards No. 77 (1983). Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 2-3; *Securitization of Financial Assets*, nota 8 superior, Sección 3.02. Sin embargo, otros, como las agencias calificadoras de riesgo, pueden adoptar distintos puntos de vista.

³⁶ Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 68-70, 73-75.

fecha promedio de vencimiento o fecha ajustada de vencimiento.

El cliente es notificado sobre la venta de las cuentas por cobrar al factor y es instruido para hacer los pagos directamente al factor³⁷

En una transacción de factoraje el factor es típicamente una compañía financiera pre existente que obtiene sus clientes a un precio de descuento.

La securitización, por el contrario, usualmente implica la creación de un VPE protegido de la quiebra del originador, que adquiere las cuentas por cobrar de ésta y emite títulos respaldados por activos en los mercados de capitales. Mientras el factor confía en sus habilidades en el cobro para reducir su riesgo de pérdida, el VPE reduce su riesgo de pérdida mediante la compra de cuentas por cobrar de calidad con porcentajes de incumplimiento predecible.³⁸ Las diferencias entre securitización y el factoraje, sin embargo, no son rígidas y empiezan a desaparecer en ciertas instancias.

Por ejemplo, existen pocas diferencias entre securitización y factoraje en transacciones donde el VPE pide prestado fondos de fuentes distintas al mercado de capitales en lugar de emitir títulos en el mercado de capitales.

No obstante, el factoraje tradicional no está obsoleto. Para muchas compañías pequeñas y medianas, el costo de crear un VPE o registrar títulos de deuda les prohíbe securitizar. En estos casos, el factoraje les proporciona una técnica de financiamiento a menor costo.

Los hospitales actualmente deben escoger entre las técnicas de factoraje y de securitización. Las cuentas por cobrar por cuidados de salud son fuentes de activos amplia y relativamente sin límite, que los hospitales pueden utilizar para satisfacer sus necesidades de financiamiento. ¿Qué es más eficiente, securitizar o dar en factoraje estas cuentas por cobrar?

Un estudio hecho en 1991 comparó las ventajas y desventajas de la securitización en el campo del

cuidado de la salud.³⁹ Los autores señalaron que un factor "tradicional" usualmente compra cuentas por cobrar con un descuento de entre cinco y diez por ciento, y al mismo tiempo cobra al cliente una cuota de factoraje que puede llegar a ser tan alta como el quince por ciento del valor de las cuentas por cobrar vendidas.⁴⁰

Además, un factor no otorga por adelantado todos los fondos. Como resultado, los autores estimaron que la securitización proporcionaría entre treinta y cuarenta por ciento más recursos por adelantado que una línea de factoraje tradicional.⁴¹ El diferencial de fondeo puede ser atribuido principalmente al gran descuento que toma el factor que toma para protegerse a sí mismo y asegurar sus ganancias. El VPE, por otro lado, se fondea a sí mismo con el mercado de capitales, el cual actúa como el "spreader" normal del riesgo distribuyendo los títulos entre los distintos inversionistas.

En ciertas circunstancias, los principios usados en la securitización y el factoraje pueden combinarse para obtener un fondeo a menor costo que a través de la securitización tradicional o el factoraje tradicional. Por ejemplo, los hospitales y empresas pequeñas y medianas pueden ser capaces de beneficiarse de estructuras, como la estructura de "interés divisible"⁴², que proporcionan fondeo a través del Mercado de Capitales sin el costo extra de crear un VPE intermedio.

En una estructura de interés divisible un originador vendería por un precio fijo de negocio sus derechos en un conjunto de cuentas por cobrar equivalente al cien por ciento de todos los cobros hasta llegar a un "punto crítico" (y posiblemente también un porcentaje fijo de cobros arriba del punto crítico). Una vez fijado, no hay ajuste del precio de compra.

Independientemente de los cobros realizados, y debido a que la transferencia es directa del originador de las cuentas por cobrar al que emite los títulos, no hay necesidad de crear un VPE intermediario, como en la estructura de dos niveles.⁴³ Por consiguiente, una estructura de interés divisible permite a múltiples originadores juntar sus cuentas por cobrar en

³⁷ Peter H. Well, "Factoring in Asset Based Financing. A Transactional Guide" Sección 27.01(1) (Matthew Bender ed, 1985).

³⁸ Salathé, nota 13 anterior, p.562.

³⁹ Ferconio, Sandra y Michael Lane, "Financing Maneuvers: Two Opportunities to Boost a Hospital's Working capital" Healthcare Fin. Mgmt, p. 76.

⁴⁰ Ver Ibid, p.76.

⁴¹ Ver Ibid, p. 80.

⁴² Ver Schawarcz, *Divisible Interest*, not de 34 anterior, p.149.

⁴³ Ibid, p. 155-00

una misma securitización y por consiguiente alcanzar economías de escala.⁴⁴ También reduce los costos de la transacción (como por ejemplo la doble cantidad de documentación, la creación y capitalización del VPE intermediario y el nombramiento de directores independientes) en una estructura de dos niveles. Por lo tanto, la combinación de conceptos de securitización y factoraje puede llevar a estructuras y enfoques innovativas y sinergias.⁴⁵

La estructura de los intereses divisibles elimina la necesidad de tener una subsidiaria de quiebra remota, y permite obtener al originador múltiple las economías de escala al juntar sus cuentas por cobrar en una sola transacción de securitización. Como un aspecto práctico, sin embargo, el uso de estas innovativas estructuras, las cuales elevan cuestiones de primer impresión en ausencia de limitado a colocación privadas con inversionistas sofisticados hasta que haya suficientes precedentes que se hayan decidido hasta que se realicen un número de transacciones para crear la confianza del inversionista de la agencia calificadora de riesgo.

CONCLUSIÓN

¿La securitización reduce los costos financieros netos?

El “juego de suma cero” es aquel donde el beneficio de una persona es equivalente a la pérdida de otra persona, y el resultado del juego es cero. ¿Es la securitización un juego de suma cero o crea una genuina reducción de costo para las partes?

Solamente un estudio empírico respondería completamente esta pregunta. Dicho estudio no sólo va más allá del alcance de este artículo, sino que es difícil de imaginar dado que el mundo de las finanzas corporativas raramente se prestaría a experimentos controlados. Sin embargo, un análisis de sentido común indica que la securitización puede crear ahorros en los costos netos.

Este artículo ha mostrado que, a pesar de los costos de transacción, la securitización puede ser menos cara que otras fuentes de fondeo alternativas porque permite a los originadores obtener fondeo del mercado de capitales a bajo costo. Hasta los originadores con grado de inversión quienes tienen ya acceso.

⁴⁴ Ibid, p. 154-155

⁴⁵ Ver Schwarcz, *A New Theory of Recourse*, nota anterior, p.9.