

LA TITULARIZACIÓN MÁS ALLÁ DE LA CRISIS

Una consecuencia de la reciente crisis financiera es el potencial desprestigio de una innovación financiera: la titularización. Aunque el desastre se originó en un sector de hipotecas donde este mecanismo de financiamiento fue muy utilizado, sería poco responsable asignarle toda la culpa. Bien utilizada, la titularización puede ser una importante fuente de financiamiento, no sólo para las instituciones financieras sino también para las empresas.

Luis J. Sanz

LA TITULARIZACIÓN ES UN ESQUEMA de financiamiento que consiste en transformar activos o bienes, actuales o futuros, en valores negociables en los mercados de capitales para obtener liquidez, con la consecuente reducción de los costos financieros. En general, todos los activos que generan un flujo de efectivo en el futuro son sujetos de titularización. Esta es, a su vez, parte de una categoría más amplia de instrumentos financieros conocidos como productos estructurados. Lo que diferencia el proceso de estructuración de otras fuentes más tradicionales de financiamiento es que la empresa no sólo obtiene el financiamiento que necesita, sino que además lo hace alterando simultáneamente su perfil de riesgo.

La titularización se originó en los años setenta, promovida por el gobierno de Estados Unidos para inyectar liquidez de los mercados de capitales hacia el sector de bienes raíces. En América Latina, el monto de activos titularizados alcanzaba para el año 2004 10.900 millones de dólares, siendo México el país donde se realizaba aproximadamente el 65 por ciento de las operaciones de la región, seguido por Colombia (12,5 por ciento), Brasil (11,3 por ciento) y Argentina (6,3 por ciento), según el informe *Moody's 2004 Review: Latin America*. Los principales activos titularizados eran créditos hipotecarios, créditos personales y créditos de consumo. Mientras tanto, en Centroamérica la titularización ha sido utilizada principalmente para financiar grandes proyectos de infraestructura pública.

Este mecanismo de financiamiento ha funcionado de forma exitosa en muchos contextos. Por lo tanto, en lugar de desterrar la titularización debido a la experiencia de la crisis reciente, lo más apropiado es entender cómo funciona para aprovechar sus ventajas cuando sea conveniente. La experiencia del salvadoreño Grupo Q, distribuidores de vehículos en la región centroamericana, ilustra una utilización exitosa de la titularización para diversificar sus fuentes de financiamiento. La información sobre el Grupo Q y CrediQ proviene de estudio «CrediQ Inversiones S.A.: emisión de certificados de inversión» y «CrediQ Inversiones II», ambos editados por INCAE Business School.

El Grupo Q y su experiencia inicial en titularización

En sus más de cincuenta años de existencia, Grupo Q había llegado a ser uno de los grupos empresariales más importantes en el mercado de venta de vehículos livianos, nuevos y usados, y ventas relacionadas en los países donde operaba. Estaba formado por empresas orientadas a los rubros automotor, financiero e inmobiliario. Bajo este esquema, se mantenían separadas las operaciones de distribución de vehículos y las operaciones de financiamiento. CrediQ S.A. era una empresa salvadoreña dedicada a brindar y administrar financiamiento para la compra de vehículos distribuidos por Grupo Q El Salvador, tanto a personas naturales como jurídicas, así como al arrendamiento de vehículos.

Durante 2004 CrediQ tuvo su primera experiencia con el mecanismo de titularización. Creó un vehículo de propósito especial, CrediQ Inversiones, al cual se le traspasaron créditos originalmente a favor de CrediQ, a partir de los cuales se emitieron certificados de inversión en la bolsa de valores local. Esta primera emisión fue considerada un éxito, pues brindó la oportunidad de mejorar la posición financiera de CrediQ, reducir su costo de fondeo y soportar el crecimiento de su cartera. Las tasas negociadas con los inversionistas habían sido entre 30 y 50 puntos base más bajas que las mejores tasas de financiamiento que le habían ofrecido anteriormente sus acreedores, y el plazo de cuatro años conseguido era muy bueno.

La emisión fue, al mismo tiempo, un aprendizaje enriquecedor para mejorar el proceso y conseguir mejores condiciones en futuras emisiones. Por ejemplo, esta emisión de veinte millones de dólares fue colocada en dos tramos de diez millones: el primero en veinte operaciones (diciembre 2004) y el segundo en apenas quince minutos (mayo 2005). Todos los inversionistas que participaron estaban domiciliados en El Salvador: un mercado local insatisfecho que podía ser atraído con títulos bien diseñados. Pero algunas cosas no habían funcionado tan bien como se esperaba. En particular, los principales compradores de la emisión habían sido inversionistas institucionales como los bancos, lo que no permitió realmente diversificar las fuentes de financiamiento. Asimismo, se incorporó un mecanismo de sustitución de cartera en la emisión para mejorar su calificación crediticia (si un crédito se deterioraba CrediQ lo absorbía y entregaba a cambio otro en buen estado). Pero esto impidió que los créditos pudieran ser descargados del balance general de CrediQ, pues existía una obligación contingente para la empresa.

Luego de esta primera experiencia durante 2006 CrediQ se planteó una segunda emisión de títulos, a partir de la creación de un vehículo de propósito especial denominado CrediQ Inversiones II. Para ilustrar cómo funciona la titularización, a continuación se describen los principales participantes en la emisión de los títulos de CrediQ Inversiones II, así como las diferentes etapas del proceso de estructuración.

Agentes que intervienen en una titularización

En una titularización interviene una variedad de agentes, cada uno con un papel muy específico pero igualmente importante. Gran parte de los sucesos que iniciaron la crisis de finales de 2008 puede ser atribuida precisamente a varios agentes que no cumplieron apropiadamente su labor. ¿Quiénes participan en una titularización y cuáles son sus funciones?

El originador

El «originador» es la persona (natural o jurídica) propietaria de los activos objeto de titularización, los cuales enajena con la finalidad de constituir un Fondo de Titularización. En este ejemplo sería CrediQ, quien cede los activos (capital e intereses) a CrediQ Inversiones II mediante un contrato de compra-venta firmado entre ambas partes. CrediQ es también el agente que analiza y concede inicialmente el crédito para la compra del vehículo, por lo que es muy importante que haga un buen trabajo de selección de los clientes.

El estructurador

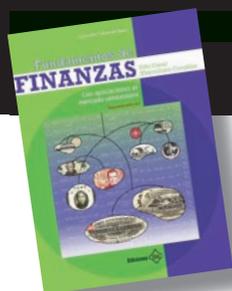
El estructurador es generalmente la firma encargada de asesorar al originador en todo el proceso de estructuración. El proceso comienza con el diseño de los títulos, de manera que satisfagan las motivaciones económicas de CrediQ y las necesidades de los inversionistas, cumpliendo al mismo tiempo las regulaciones financieras de El Salvador. El agente estructurador debe definir los mecanismos de mejora crediticia y construir los modelos financieros necesarios para que los títulos alcancen la calificación de riesgo meta. Es posible que el estructurador se encargue también de desarrollar la documentación legal y distribuir los títulos.

Calificadora de riesgo

Es una compañía especializada que se dedica fundamentalmente a analizar las emisiones públicas o privadas de títulos valores, con el fin de evaluar la probabilidad de pago puntual y completo de capital e intereses de dichas emisiones. Su trabajo se basa en el análisis cualitativo y cuantitativo de la existencia legal del emisor, su situación financiera, su cultura y capacidad empresarial, su entorno económico y el de la industria, así como la estructura de los instrumentos para determinar su grado de riesgo. En el caso de CrediQ el calificador de riesgo fue Fitch.

El vehículo de propósito especial y el emisor

CrediQ Inversiones II es el vehículo de propósito especial (VPE); es decir, la persona jurídica autónoma que administra el Fondo de Titularización. El VPE ofrece dos beneficios muy importantes para la titularización. En primer lugar, su total independencia le protege de cualquier perjuicio que sufra



FUNDAMENTOS DE FINANZAS

MAXIMILIANO GONZÁLEZ Y URBI GARAY

Ediciones



0212-555.42.63
edies@iesa.edu.ve

¿Qué relación tienen las finanzas con la estrategia?, ¿Cuál debe ser el nivel apropiado de endeudamiento de una empresa?, ¿Cómo decidir si una oportunidad de inversión es atractiva?, ¿Cómo se debe ponderar el riesgo en los negocios? Estas y otras interrogantes son respondidas por Urbi Garay y Maximiliano González, a la luz de las teorías financieras tradicionales, pero también a partir de modelos teóricos ajustados al volátil contexto económico venezolano.

CrediQ; por ejemplo, en caso de quiebra. En segundo lugar, permite identificar claramente los activos que respaldarán los títulos emitidos. Al mismo tiempo, CrediQ Inversiones II es el emisor de los títulos negociables que se transan de forma pública o privada. El VPE puede invertir los flujos financieros excedentes generados por el Fondo en valores definidos en el contrato de titularización o mantenerlos en depósitos bancarios.

El distribuidor

Puede ser una casa de corredores de Bolsa u otra sociedad encargada de la intermediación de valores (compra-venta) por cuenta de inversionistas (compradores) o emisores (vendedores). Generalmente, los distribuidores son las únicas instituciones autorizadas para la intermediación de títulos, debido a la especialización que se requiere, y garantizar el cumplimiento de normas que procuran la reducción de riesgos de mercado.

El agente fiduciario

CrediQ Inversiones II debió constituir un fideicomiso cuyo patrimonio estaría integrado por los fondos provenientes de los pagos realizados periódicamente por los compradores de vehículos de Grupo Q (deudores). Como agente fiduciario se seleccionó al Banco Cuscatlán, que se encargaría de la custodia y la administración del patrimonio, incluyendo el pago periódico a los inversionistas. El agente fiduciario es también el encargado de custodiar la cuenta de reserva equivalente a un pago de capital más intereses a los inversionistas, que se había incluido como mecanismo de mejora crediticia para la emisión.

Los inversionistas

Son los tenedores de los títulos emitidos por el VPE. Están facultados para exigir al VPE, por la vía ejecutiva o cualquier otra, el pago de las amortizaciones e intereses que se hayan vencido. Los inversionistas pueden nombrar un representante que vigile el desempeño del Fondo de Titularización y ejercer las acciones necesarias para reclamar el pago de los derechos de los inversionistas.

La Bolsa de Valores

Es el lugar físico o electrónico que provee los servicios necesarios para facilitar la negociación (compra-venta) de títulos valores a cargo de los corredores. La Bolsa de Valores de El Salvador tenía una participación muy activa en el apoyo a los emisores y casas de corredores, porque le interesaba incentivar el desarrollo del mercado de valores en el país. El departamento legal de esta institución fue un apoyo clave para que la Superintendencia de Valores autorizara las emisiones de CrediQ Inversiones y CrediQ Inversiones II.

La Superintendencia de Valores

Es el organismo regulador competente para vigilar la aplicación de las leyes y normas financieras del país en el proceso de estructuración, emisión y distribución, y mientras los títulos estén vigentes. Las leyes y normas financieras varían de país a país. En el caso de El Salvador, todos los títulos que se transan en el mercado de valores deben ser autorizados e inscritos previamente ante la Superintendencia de Valores (2007). Otras leyes que generalmente deben observarse son el Código de Comercio, la Ley de Titularización de Activos, la Ley del Mercado de Valores y la Ley de Anotaciones Electrónicas de Valores en Cuenta, entre otras.

Los pasos del proceso de estructuración

Conocidos los diferentes agentes que intervienen, es el momento de explorar las diferentes etapas del proceso de estructuración. Los pasos pueden variar —en cuanto a la complejidad, la secuencia y la importancia de cada uno— según las características particulares y la naturaleza de cada emisión. Sin embargo, a continuación se presentan los principales de acuerdo con Christopher Culp (2006), haciendo referencia a la experiencia de CrediQ.

Identificación de la motivación económica

Una de las preguntas más importantes que debe responderse al iniciar un proceso de estructuración es la siguiente: ¿por qué estructurar en vez de utilizar medios tradicionales de financiamiento? Se recomienda partir de esta pregunta para garantizar que los beneficios esperados, según la motivación económica, sean mayores que los costos y el esfuerzo necesario para el proceso de estructuración. Si el originador tiene claridad en sus objetivos («por qué»), le será más fácil guiar el proceso de estructuración («cómo»).

Las motivaciones económicas de CrediQ iban más allá de solamente contar con un medio alternativo de financiamiento de menor costo:

1. Quería descargar activos de sus balances, para mejorar su posición financiera ante sus acreedores, evitando el incremento del costo de su deuda.
2. Le interesaba mejorar la distribución y «fragmentar» la nueva emisión de títulos, llegando a más inversionistas. Los propósitos de CrediQ con la fragmentación eran, en primer lugar, consolidarse como originador reconocido y confiable; en segundo lugar, que los inversionistas tuvieran menor poder de negociación (es decir, que los *spreads* que se pagaran fueran menores); y, finalmente, fomentar un mayor dinamismo del mercado secundario de los títulos.
3. Buscaba evitar que los bancos locales adquirieran directamente parte de los títulos de la emisión, para que sus líneas de crédito tradicionales no se vieran limitadas.

CURSO BÁSICO DE TEORÍA DE JUEGOS

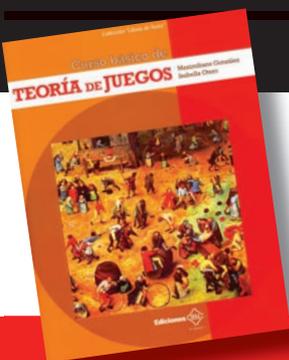
MAXIMILIANO GONZÁLEZ E ISABELLA OTERO

Ediciones



0212-555.42.63
edies@iesa.edu.ve

A diario, millones de hombres y mujeres intentan tomar decisiones mucho más acertadas que las adoptadas por sus contrincantes en el juego de la vida. Las herramientas prácticas y conceptuales aportadas por la teoría de juegos nos permiten entender las fortalezas y debilidades de la racionalidad humana. Isabella Otero y Maximiliano González analizan los problemas clásicos de la teoría de juegos y sus aplicaciones específicas en economía y finanzas.



Selección del estructurador

La estructuración, o diseño de los títulos, idealmente debe ser realizada por una firma profesional o agente estructurador que acompañe el proceso desde el inicio. Este agente debe tener experiencia en el diseño de este tipo de instrumentos y conocer las necesidades financieras y motivaciones económicas (objetivos) del originador, así como las regulaciones específicas del mercado de capitales en el que ocurrirá la emisión.

Debido a los aprendizajes de la primera emisión, y las conversaciones que la empresa mantuvo con las calificadoras de riesgo para entender mejor el proceso de calificación y las variables importantes, CrediQ consideró que la estructuración de los títulos no sería una tarea tan compleja. Por lo tanto, para la compañía era más relevante conseguir el proveedor que tuviera la mejor capacidad de distribución en el mercado salvadoreño, de manera que se garantizara un mayor alcance en la colocación de los títulos. También se hacía evidente la necesidad de que su estructurador y su distribuidor tuvieran suficiente conocimiento del mercado para identificar los intereses de los inversionistas locales, con el objetivo de apoyar las decisiones finales sobre la estructura final de los títulos y el precio más apropiado de acuerdo con lo indicado por el mercado.

Por estas razones la empresa escogió una propuesta del Grupo Cuscatlán, que integraba el equipo de estructuración y asesoramiento legal del banco con el equipo de distribución de su casa de bolsa. Esto generaba dos beneficios importantes. En primer lugar, el equipo tendría capacidad para sentarse a negociar con los inversionistas más desarrollados y atender todas sus dudas, cuestionamientos e intereses, con agilidad para ofrecerles respuestas prácticamente al instante. En segundo lugar, la sinergia entre Banco Cuscatlán y Valores Cuscatlán permitía acceder a una inmensa base de datos de clientes corporativos e individuales que podían estar interesados en invertir en este tipo de títulos, lo cual era ideal para alcanzar la meta de «fragmentación». Adicionalmente, la propuesta de Grupo Cuscatlán también ofrecía un ahorro de aproximadamente 200 mil dólares en los costos de estructuración, en comparación con la oferta del agente estructurador de la primera emisión.

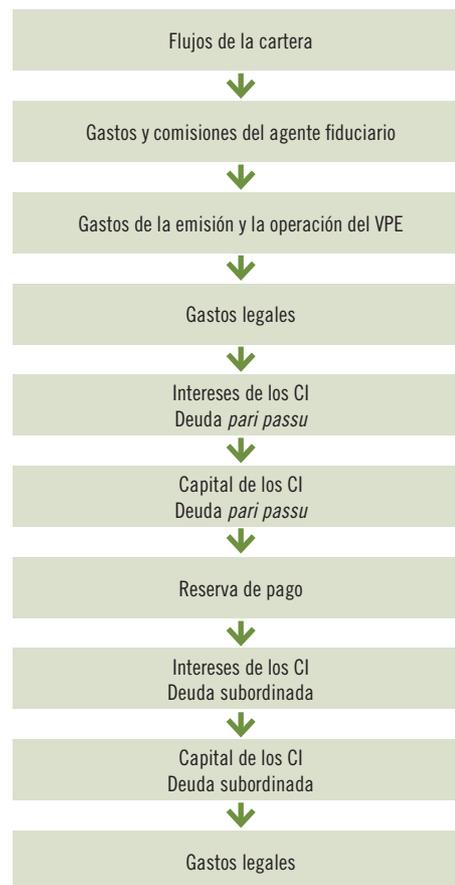
Cascada de pagos preliminar

Partiendo de las motivaciones económicas del originador, el agente estructurador comienza generalmente preparando una serie de modelos financieros básicos, considerando la «cascada de pagos» para cada posible estructura, con el objetivo de garantizar que los beneficios de la emisión excedan los costos esperados de la estructuración. Para estos modelos iniciales, el estructurador debe incluir tanto el flujo de ingresos que se espera genere el portafolio de activos en el período determinado, como los costos de la emisión (fijos), los egresos recurrentes para el pago de intereses y capital a los inversionistas y las comisiones u honorarios a los proveedores de servicios (por ejemplo, agente fiduciario y calificadora de riesgo).

Identificación de los intereses de los inversionistas

El diseño de los títulos debe tomar en cuenta las necesidades del mercado. Incluir características que satisfagan las exigencias de segmentos importantes de inversionistas resultará en mejores condiciones de financiamiento (menor costo de la deuda). En este sentido, Grupo Cuscatlán ofrecía una ventaja competitiva para adecuar las características de los títulos a los intereses de los diversos segmentos de inversionistas que quería atraer CrediQ: desde clientes institucionales de largo plazo hasta clientes de detal. Por ejemplo, Grupo Cuscatlán determinó que, para resolver los casos de prepaño de presta-

Cascada de pagos para CrediQ Inversiones II



Nota: «CI» significa certificados de inversión, el nombre legal de los títulos financieros emitidos por CrediQ Inversiones II.

mos por parte de los compradores de vehículos, era factible establecer una cláusula de recompra de los títulos al valor facial de los documentos, siempre y cuando esto se hiciera al menos un año después de haber sido emitidos los títulos. La recompra a valor facial era la opción que más convenía a CrediQ. Además de evitarse el pago de primas en operaciones de mercado abierto, eliminaba la dependencia que generaba el mecanismo de sustitución de cartera. Sin embargo, la opción entraba en conflicto con los intereses de los inversionistas institucionales de largo plazo. Lo que logró Grupo Cuscatlán fue adecuar la mejor opción para CrediQ con el grado de tolerancia de los inversionistas institucionales en caso de recompra (un año de plazo). La mayoría de los inversionistas institucionales preferían que no hubiera recompra anticipada, porque esta afecta su programación financiera.

Los títulos tendrían, además, características atractivas para los inversionistas particulares. Los pagos de capital e intereses trimestrales resultan muy atractivos para las personas que viven de la renta periódica que generan sus ahorros. La mayoría de los instrumentos que se transaban en la bolsa salvadoreña ofrecían un solo pago de capital al vencimiento, lo cual desincentiva el interés de los rentistas, pues el mercado secundario salvadoreño era muy pequeño y con poca liquidez. En caso de que el inversionista individual deseara hacer una venta anticipada, generalmente era difícil conseguir un comprador. Para CrediQ era muy importante que los inversionistas individuales participaran, porque facilitaría la

«fragmentación» de los títulos y permitiría negociar menores tasas de interés, porque este tipo de inversionistas cuenta con menos alternativas de inversión y sus tasas de referencia generalmente son los depósitos bancarios a plazo. Al final, si los títulos eran más atractivos para el inversionista individual que para el institucional, esto contribuiría a la diversificación y la fragmentación deseadas.

Diseño del marco institucional

El marco institucional necesario es generalmente una nueva compañía independiente del originador, cuyos objetivos son facilitar la transacción estructurada, brindar seguridad a los inversionistas y permitir al originador descargar los acti-

Una titularización bien estructurada puede ayudar a la empresa a diversificar sus fuentes de financiamiento y cambiar su perfil de riesgo

vos de su hoja de balance. Esta figura generalmente toma el nombre de entidad o vehículo de propósito especial (VPE). En mercados financieros desarrollados, los VPE pueden adoptar diferentes formas de corporaciones o fideicomisos, dependiendo de consideraciones comerciales, legales, fiscales, contables o regulatorias. También pueden encontrarse algunos mecanismos estructurados que requieren más de un VPE para una misma estructura. En el caso de CrediQ, el VPE de la segunda emisión fue CrediQ Inversiones II.

Diseño de los títulos

Una vez que se ha seleccionado un estructurador, se han preparado los modelos financieros básicos y se ha constituido el VPE, el siguiente paso, y el más complejo, es diseñar la estructura y los mecanismos de mejora crediticia que deberán incluirse en el título, de manera que se satisfagan los objetivos económicos tanto del originador como de los inversionistas. El diseño final es el resultado de diversas modelaciones financieras combinadas con los insumos que provienen del contacto con el mercado.

El plazo de los títulos generalmente depende de la naturaleza de la estructura y de la vigencia de los activos que respaldan la emisión. El plazo promedio de los activos que respaldarían la emisión de CrediQ era 53,6 meses, lo cual sugería que el plazo debía ser superior a cuatro años, y la empresa se decidió finalmente por una emisión a cinco años plazo.

Se determinó que todos los emisores con amplia trayectoria en la bolsa salvadoreña utilizaban la tasa de referencia local (TIBP). Grupo Cuscatlán encontró que los inversionistas locales preferían esta tasa porque era más representativa del mercado nacional y la mayoría de sus pasivos estaban referenciados con esa tasa. Dado que el segmento de inversionistas que se buscaba para la segunda emisión era local, parecía obvio que ésta debía ser la tasa de referencia. El *spread* que se ofrecería dependería de lo que se estaba ofreciendo en el mercado al momento de la emisión y de la capacidad de distribución de Valores Cuscatlán.

Las calificadoras de riesgo tienen políticas definidas en cuanto a los requisitos mínimos para que los instrumentos estructurados alcancen una calificación de riesgo específica. El estructurador deberá conocer, por su experiencia, estos requisitos e incluirlos como restricciones en sus modelaciones financieras. De esta forma, identificará las mejoras crediticias que deberán incluir en los instrumentos para satisfacer las expectativas del emisor, los inversionistas y la calificadora de riesgo.

En mercados financieros eficientes se espera que exista una relación directa entre el precio de los instrumentos y las calificaciones de riesgo, pues ambos son el reflejo de toda la información relevante disponible en el mercado. Sin embargo, CrediQ se encontró con un mercado que no era completamente eficiente, donde al parecer la sensibilidad al riesgo de los inversionistas locales era menor a partir de cierto grado de calificación de riesgo; por ejemplo, a partir de «A» (alta calidad crediticia), debido a la competencia para adquirir los relativamente escasos instrumentos de inversión que se ofrecen en el mercado salvadoreño. De esta forma, la empresa llegó a la conclusión de que una calificación AA sería suficiente para garantizar un excelente precio, muy similar al de un título AAA, pero con la ventaja de que podría ahorrarse parte del costo que implicaban todas las mejoras crediticias que pensaban incluir en los títulos.

Una vez establecida la calificación crediticia meta el estructurador deberá recomendar los mecanismos de mejora crediticia apropiados para que los títulos la alcancen de acuerdo con los intereses del emisor y los inversionistas objetivo. Si bien existen muchos mecanismos diferentes, CrediQ decidió analizar dos de los más utilizados: sobre-colateralización y subordinación.

Se habla de sobre-colateralización cuando el VPE invierte en más activos (colateral) que los necesarios para alcanzar el ciento por ciento del valor presente de la emisión. Por supuesto, esto implica financiar de alguna forma recursos que permanecerán relativamente ociosos en el VPE. Los modelos financieros del estructurador indicaban que CrediQ Inversiones II podía prescindir de la fianza bancaria y reducir la sobre-colateralización a un veinte por ciento, y todavía recibir una calificación de riesgo AA. Este porcentaje implicaba financiar seis millones de dólares, considerando que la emisión sería de treinta millones. En este caso se presentan dos opciones para financiar ese monto. En primer lugar, CrediQ podía aportar el dinero como patrimonio. En esta opción el VPE estaría facultado para invertir el flujo de ingreso generado por los documentos en instrumentos de corto plazo y bajo riesgo. Sin embargo, esta opción suponía que CrediQ tuviera liquidez para desembolsar ese monto, lo cual no tenía mucho sentido. Más aún, con una inyección de capital de seis millones, CrediQ podía simplemente incrementar sus activos manteniendo la misma estructura de capital, sin incurrir en el desgaste de un proceso de estructuración. CrediQ realmente buscaba el mecanismo de titularización porque no contaba con dicha liquidez.

El proceso de diseñar varios niveles de subordinación para un instrumento financiero estructurado es equivalente a diseñar un programa de seguro para mitigar el riesgo de los activos subyacentes. Mediante este mecanismo, los acreedores junior ofrecen un seguro a los acreedores *senior* al cederles la prioridad de pago hasta por el monto de la deuda subordinada, a cambio de una mayor rentabilidad por el mayor riesgo al que están expuestos. Por supuesto, la deuda subordinada era más difícil de colocar en el incipiente mercado salvadoreño. Por tal motivo, sería necesario conseguir un inversionista internacional, más desarrollado, que apreciara este tipo de instrumento. Por lo tanto, la tasa de referencia que convenía utilizar en los tramos subordinados era Libor, estándar en los mercados de capital internacionales. Al mismo tiempo, era más conveniente una oferta privada para evitar la confusión de los inversionistas que adquirirían los títulos *senior* en el mercado local.

La empresa decidió que lo más rentable era utilizar el mecanismo de subordinación, por lo cual tuvo que establecer una

estructura de pagos para la emisión subordinada. Se decidió que el pago de los intereses fuera trimestral, como en el caso de los títulos senior, pero con la diferencia de que el capital se cancelaría en un solo pago al vencimiento de los títulos. Esta forma de pago mejoraba la calificación de riesgo de la emisión, porque el flujo de ingresos generado por los activos subyacentes sería mayor que el de los egresos por concepto de pagos de comisiones, capital e intereses. El excedente se iría acumulando de manera que la cobertura inicial de 120 por ciento para los acreedores senior, realmente se iba incrementando con el tiempo hasta casi siete veces el saldo deudor en el último trimestre del plazo. A medida que pasa el tiempo, ¡la probabilidad de repago de la deuda senior aumenta!

Ejecución

Aunque parezca obvio, es importante hacer notar la importancia de que los documentos legales de la transacción sean elaborados por especialistas y revisados previamente por todas las partes. De esta forma se garantiza una adecuada ejecución, de acuerdo con los objetivos del originador y los acuerdos alcanzados durante el proceso de estructuración. De hecho, para implementar esta estructura CrediQ tuvo que pasar por un largo proceso de negociaciones con la Superintendencia de Valores, para convencerlos de la factibilidad y la transparencia de la operación.

Antes de ejecutar la transacción el originador deberá informar a sus acreedores convencionales. En casos como el de esta emisión de CrediQ, que transfiere gran parte de su cartera al VPE, incluyendo prácticamente toda la cartera de mayor calidad, habrá un efecto transitorio que reflejará el deterioro de los activos remanentes en sus balances, pues éstos que son de menor calidad representan ahora una mayor proporción de los activos totales. Este comportamiento deberá ser discutido previamente con los acreedores para evitar interpretaciones erróneas, indicando que es una situación temporal mientras se desarrolle una nueva cartera con los fondos recaudados en la emisión.

CrediQ Inversiones II salió al mercado en enero de 2007 con dos emisiones: una pública de deuda senior a cinco años plazo con una calificación AA y una tasa TIBP + 1,51 por ciento, y una emisión privada de deuda subordinada, también a cinco años plazo, teniendo como principal comprador a un banco de inversión domiciliado en Florida.

En defensa de la titularización

Una titularización bien estructurada puede ayudar a la empresa a diversificar sus fuentes de financiamiento, cambiar su perfil de riesgo, reducir sus costos de financiamiento y, además, permite a los inversionistas obtener retornos atractivos y commensurados con el riesgo asumido. Si todos los agentes cumplen su función de forma apropiada, y se siguen los pasos descritos, no hay razón por la cual la titularización no pueda ser un mecanismo financiero apropiado, a pesar de la crisis. ■

REFERENCIAS

- Culp, C.L. (2006): *Structured finance & insurance: the ART of managing capital and risk*. Nueva York: John Wiley & Sons.
- Superintendencia de Valores de El Salvador (2007): «Ley de Titularización de Activos». Decreto No. 470. Asamblea Legislativa de la República de El Salvador.

Luis J. Sanz

Decano asociado de Programas de Maestría de INCAE Business School (Costa Rica)



**Centro
de Desarrollo
de Coaching
de Venezuela**

- Certificación Internacional en Coaching Profesional
- Coaching personal
- Coaching ejecutivo
- Coaching de equipos
- Coaching para padres y docentes
- Coaching para jóvenes y adolescentes
- Programas de Coaching para gerentes, supervisores y profesionales
- Programa de Coaching para profesionales de la salud y protección civil
- Talleres de Coaching para parejas, líderes comunitarios y especialistas funcionales de organización
- Taller «Fortaleciendo el carácter de los líderes»

BENEFICIOS DEL COACHING

- Te ayuda a liderar a partir de la influencia y la conciencia personal.
- Consolidas tu modelaje gerencial responsable, tu conciencia, autodisciplina y acción con resultados.
- Consolidas tu eficacia personal, porque aprendes a transformar el conflicto en armonía.
- Desarrollas dominio de una herramienta gerencial eminentemente práctica.
- Te convierte en creador de una cultura de Coaching en tus espacios de gestión.



MARINA NIEVES

Presidenta. Coach Profesional Certificada (CPC).
Miembro de la ICF* No. 9002572



CAROLA RIVAS

Vicepresidenta. Coach Profesional Certificada (CPC).
Miembro de la ICF* No. 9001996



ALEXANDER LOBO

Director. Coach Profesional Certificado (CPC).
Miembro de la ICF* No. 9002571



ALFREDO C. ÁNGEL

Director. Coach Profesional Certificado (CPC).
Miembro de la ICF* No. 10347341

*ICF: International Coach Federation

CENTRO DE DESARROLLO DE COACHING DE VENEZUELA (CDC), C.A.

Av. Principal de Lechería, Centro Empresarial Pineda,
mezzanina, oficina 4, Lechería, estado Anzoátegui, Venezuela.
Teléfonos: 0424-821.37.63 / 0414-831.36.67 / 0414-821.02.51

centrodesarrollodecoaching@gmail.com
info@centrodesarrollodecoaching.com
www.centrodesarrollodecoaching.com

RIF: J-29765800-9