

LA ALQUIMIA DE LA
SECURITIZACION DE ACTIVOS**

Steven L. Schwarcz***

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 puede facilitar a ciertas compañías el alcanzar una verdadera reducción en sus costos financieros proporcionando

* 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 "bursatilización 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 Patronos 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 las facultades de Derecho de Yale y Columbia. El autor gratamente reconoce la colaboración y asistencia de Howard W. Brodie, graduado de la clase 1994 de la Facultad de Derecho de Yale, Eric L. Aaronson, 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.

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

-Securities and Exchange Commission (1992)-

No solamente la securitización es uno de los medios de financiamiento más importantes de los Estados Unidos de América, sino que su uso se está expandiendo rápidamente a nivel mundial. ¿En qué consiste este medio de financiamiento que ha crecido vertiginosamente en los Estados Unidos y 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 de activos, y después continúa mostrando cómo las compañías se benefician directa o indirectamente de la securitización. Pero más importante, este artículo explica por qué la securitización permite a muchas compañías obtener recursos a un costo menor que los medios de

¹ Investment Company Act, Release No. 1905, [1992 Transfer Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶85,062, en 83500 (No. 19, 1992) (proporcionada en relación con la emisión de títulos bajo la Regla 3a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión de 1940). Los términos "securitización", "securitización de activos" y "estructurización 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 específicamente a la emisión de títulos respaldados por dichos flujos de efectivo.

financiamiento tradicionales. 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 breve 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 activos para obtener recursos en los mercados de capitales⁴ a un costo menor 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. La compañía conserva los ahorros generados por los

² Alquimia se refiere a una técnica usada por 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 si las joyas de la compañía pueden 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)).

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

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), en el cual el autor 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 financiamientos de deuda tradicionales. Ellos estimaron que GMAC pudo haberse ahorrado 1.3% anualmente.

Pero una opción diferente se haya en George J. Benston, "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). Benston analizó si la securitización está haciendo obsoleta la banca tradicional, y su análisis se limita a los costos y 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 aun, 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 Benston son entidades que pueden acceder directamente al mercado de capitales -en contraste con las compañías que no cuentan con una calificación de riesgo adecuada y por consiguiente no pueden acceder directamente a los recursos del mercado de capitales, Benston virtualmente asegura su conclusión de que los beneficios de la securitización son indirectos o

(continued...)

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 securitización empieza con la identificación de los activos que pueden ser usados para obtener o captar recursos.⁶ Estos activos típicamente representan 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 la llama usualmente el "originador." El riesgo que estos pagos puedan no hacerse a tiempo es un factor importante para valorar las cuentas por cobrar. En la medida que el originador pueda razonablemente predecir el porcentaje total de las cuentas por cobrar que puedan no pagarse, sin embargo, pueden ser objeto de

⁵(...continued)

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 de Benston más 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 y comerciales, 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 representan el derecho de pago por productos vendidos o servicios prestados, o pueden ser a largo plazo, como los pagos que serán exigibles por un período de años en virtud de préstamos, arrendamientos, licencias, contratos de administración, etc. Ver Ibid en p. 5-15.

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 de un número 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 cuentas por cobrar a una sociedad, fideicomiso u otra entidad legal independiente y creada para ese propósito especial -denominada comúnmente un vehículo para un propósito especial o "VPE." La transferencia busca separar las cuentas por cobrar de los riesgos inherentes del originador. Por esta razón, el originador estructurará 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 contemplados ante una eventual quiebra del originador.⁹

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 11 U.S.C. 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 (continued...))

Para obtener o captar recursos para 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 el VPE es improbable que sea 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 permita a ellos 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 observar 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 sea forzar al VPE a solicitar su propia quiebra de manera voluntaria o persuadir a la corte de quiebras para que, en

⁹(...continued)

estatal de cesiones fraudulentas), porque el precio de pago pagado al originador es normalmente un valor de intercambio razonable por las cuentas por cobrar vendidas. Ver Schwarcz, nota 6 anterior, en p. 35-26.

¹⁰ Ver "Securitization of Financial Assets," nota 8 anterior, sección 5.01; Schwarcz, nota 6 anterior, p. 16-27.

¹¹ Schwarcz, nota 6 anterior, p. 24.

ejercicio a 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 repagar 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 parte de las cuentas

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).

por cobrar del originador de los riesgos inherentes al originador.

La tasa de interés necesaria para atraer inversionistas para que adquieran 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 se han ganado la aceptación de los inversionistas como agencias calificadoras de riesgo.¹⁴ Dado que la mayoría de los inversionistas, con excepción de ciertos 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.

Las compañías cuyos títulos de deuda son calificados con "grado de inversión"¹⁵ pueden usualmente emitir títulos en

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.

¹⁵ Una calificación típica de grado de inversión es BBB- o más alta de S&P, o Baa3 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 el papel comercial, son asignados calificaciones equivalentes (continued...)

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 A más alta sea la calificación de la compañía dentro de las distintas categorías de grados de inversión, menor será el costo del fondeo 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

¹⁵(...continued)

de corto plazo. Para una discusión general de las calificaciones, ver "Securitization of Financial Assets", nota 8 anterior, sección 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," Washington Post, Aug. 22, 1993 en A1; Michael A. Post, "The Evolution of the U.S. Commercial Paper Market Since 1980," 78 Fed. 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).

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. Aún 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 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 se señala anteriormente) contra los costos de la transacción de securitización. 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 más 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 objetivo de las llamadas securitizaciones "one-off" es el proporcionar al originador con suficiente flexibilidad para adecuar la securitización en términos de su estructura particular y los tipos de títulos del mercado de valores que se emiten. Sin embargo, en virtud de que las estructuras "one-off" son creadas para una transacción específica, los costos de la misma pueden ser altos; raramente generan los ahorros propios de una economía de escala que se obtienen en una securitización de múltiples vendedores (como se

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 del balance" tiene sus propias ventajas porque no pone presión al originador para obtener capital adicional. Ver Rosenthal y Ocampo, Nota 5 anterior, p. 33.

verá en la siguiente sección).¹⁹ Además, 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 artículo²⁰, un catálogo de mecanismos empezaría identificando los tipos de títulos a ser emitidos por el VPE en el mercado de capitales.

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.

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

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 específico y emite títulos de mediano y largo plazo, usualmente a inversionistas institucionales sofisticados como por ejemplo las compañías de seguros. Una colocación privada obtiene las ventajas de una estructura "one-off" porque los requisitos de las colocaciones privadas están determinadas primordialmente por los inversionistas, quienes activamente participan en el análisis de las cuentas por cobrar y en la negociación de la estructura del negocio con el originador. Además, la sofisticación de los inversionistas permite una gran cantidad de creatividad tanto en la estructura como en los tipos de cuentas 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

²¹ Las compañías de seguros están limitadas, por ejemplo, en la cantidad 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).

valores pueden ser desalentadores.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 independiente 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 apoyados por las mejoras del crédito obtienen mejores calificaciones de riesgo. Como resultado, la tasa de interés pagadero por dichos títulos es más baja.

²³ Ver, por ejemplo, la Securities Act de 1933, 15 U.S.C. Sección 77a- 77bbbb (1933); la Securities Exchange Act de 1934, 15 U.S.C. Secciones 78a- 78kk (1933). 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, n. 156. "Securitization of Financial Assets," nota 8 anterior, sección 10.01.

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, pueden 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 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

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 144A. 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 millones en títulos si se trata de corredores). Ver 17 C.F.R. Sección 230, 144A (1993).

B. Canales de Securitización 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 pre-existente.²⁵

A la fecha, la mayoría de los mecanismos de securitización de vendedores múltiples han favorecido solamente a originadores con grado de inversión. Esta selectividad minimiza el riesgo -que ya es reducido debido a la estructura de quiebra remota- de que la quiebra de un único originador puede adversamente impactar un mecanismo que lleva a cabo transacciones con muchos originadores.²⁶ Sin embargo, un número limitado de

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 fondear 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.

mecanismos de securitización con múltiples vendedores recientemente han comenzado a dar servicio 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 papel comercial. Las agencias calificadoras de riesgo determinarán las calificaciones para dichos títulos a corto plazo sobre la bases 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 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 con las obligaciones financieras de corto plazo del mecanismo, se necesitará 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 múltiple²⁸, las agencias calificadoras de riesgo basan principalmente sus evaluaciones sobre dichos títulos en las fuentes de liquidez y de mejora de

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 equivalente 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.

crédito que el mecanismo obtiene.²⁹ El obtener dichas fuentes aumentará, 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

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.

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.

las cuentas por cobrar vendidas al VPE. Este valor residual puede comúnmente ser 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 de 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 tornarse más grande que lo necesario para pagar por los títulos del VPE, el sobrepago representa un costo indirecto para el originador, pero al 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 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 una venta.³²

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

Si el originador no tiene grado de inversión, una venta válida en caso de quiebra será requerida para proteger 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 luego transfiere sus cuentas por cobrar a un VPE independiente en una transacción que constituya una venta para efectos contables, pero no necesariamente para efectos de quiebra. El VPE independiente emite títulos en los mercados de capitales para fondéar 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

³³ Ver Ibid, p. 21-22.

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 securitización es usualmente vista para efectos contables, como una venta de activos y no como un financiamiento, el originador no registra 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

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 Steven L. Schwarcz, "A New Theory of Recourse", Asset Sales Rep., Feb 14, 1994, p. 8; Steven L. Schwarcz, "The Parts are Greater Than a Whole: How Securitization of Divisible Interests 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].

³⁵ Los inversionistas verían la securitización del mismo modo que los contadores quienes aplican los principios de contabilidad generalmente aceptados. Ver. Fin. Acct. 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.

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, proporcionar una fuente de recursos adicional 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 dichos riesgos y quienes consecuentemente están dispuestos a 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 de crédito en la forma de una garantía o su equivalente usualmente debe tener una calificación de riesgo de por lo menos igual a la de los títulos que están siendo garantizadas. Sin embargo, el número de entidades que mejoran el crédito con altas calificaciones - incluyendo bancos - es relativamente pequeño. Por otra parte, debido a los requerimientos de altas reservas de capital³⁶, las mejoras de crédito a terceros que proporcionan las instituciones reguladas como los bancos ha llegado a ser muy caro. 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. En virtud de que los recursos obtenidos por los títulos subordinados del VPE son usados para adquirir las cuentas por cobrar y para después sobregarantizar los títulos senior del VPE,

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

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. Dadas la similitudes superficiales entre estas dos técnicas de financiamiento, es útil compararlas y considerar cuando se aplica cada una de ellas:

"El Factoraje, en su forma más pura... implica solamente la compra al "cliente" de cuentas por cobrar 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 "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 factor."³⁷

En una transacción de factoraje el factor es típicamente una compañía financiera pre-existente que obtiene sus utilidades mediante la compra de cuentas por cobrar a sus clientes a un precio de descuento. La securitización, por el contrario, usualmente implica la creación de un VPE protegido de

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

la quiebra del originador adquiere las cuentas por cobrar del originador 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 minimiza su pérdida mediante la compra de cuentas por cobrar de calidad con porcentajes de incumplimiento predecibles.³⁸ Las diferencias entre la securitización y el factoraje, sin embargo, no son rígidas y empiezan a desaparecer en ciertas instancias. Por ejemplo, existen pocas diferencias entre la securitización y el 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 le 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 una fuente 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?

³⁸ Salathé, nota 13 anterior, p. 562.

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 primariamente al gran descuento que toma el factor 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

³⁹ Sandra Ferconio and Michael Lane, "Financing Maneuvers: Two Opportunities to Boost a Hospital's Working Capital." Healthcare Fin. Mgmt., Oct. 1991, p. 74.

⁴⁰ Ver Ibid, p. 76.

⁴¹ Ver Ibid, p. 80.

beneficiarse de estructuras, como la estructura de "interés divisible"⁴², que proporciona fondeo a través del mercado de capitales sin el costo extra de crear un VPE intermediario.

En una estructura de interés divisible un originador vendería por un precio fijo negociado 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 una misma securitización y por consiguiente alcanzar economías de escala.⁴⁴ También reduce los

⁴² Ver Schwarcz, *Divisible Interests*, nota 34 anterior, p. 149. 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 primera impresión en ausencia de precedente judicial aplicable directamente, pueden estar limitadas a colocaciones privadas con inversionistas sofisticados hasta que haya suficientes precedentes que se hayan decidido o hasta que se realicen un número de transacciones para crear la confianza del inversionista y de la agencia calificadora de riesgo.

⁴³ Ibid, p. 155-60.

⁴⁴ Ibid, p. 154-55.

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 innovativos y sinergias.⁴⁵

IV. ¿La Securitización Reduce los Costos Financieros Netos?

El "juego de suma cero" es el cual 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 costos para las partes?

Solamente un estudio empírico respondería completamente esta pregunta. Dicho estudio no solo 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 la 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

⁴⁵ Ver Schwarcz, A New Theory of Recourse, nota 34 anterior, p.9.

directo al fondeo del mercado de capitales pueden preferir la securitización por sus beneficios indirectos, como el tener fondeo por afuera del balance de la empresa. Aunque los beneficios indirectos son más difíciles de cuantificar, muchas compañías que usan securitización tienen grado de inversión. Este hecho tiene significación cuando uno considera que las empresas que maximizan utilidades generalmente no participan en actividades cuyos beneficios son ilusorios.

Estas observaciones, sin embargo, dejan sin responder la pregunta de si los originadores obtienen una ganancia a expensas de otros, como por ejemplo los acreedores generales del originador que carecen de garantías. Por ejemplo, algunos críticos han argumentado que los acreedores sin garantías son dañados por la securitización porque se reduce la cantidad de activos sin gravar del originador que está disponible para el pago de la deuda.⁴⁶ Este argumento es, sin embargo, imperfecto. La securitización sólo reemplaza un tipo de activo, las cuentas por cobrar, con otro tipo, el efectivo. El acreedor sin garantía tiene la misma cantidad de activos sin gravámen para ejecutar después de la securitización que antes de la securitización.

Otros críticos han argumentado que la securitización puede dañar a los acreedores porque es poco probable que el

⁴⁶ Cf. Paul M. Shupack, "Boundaries and Definitions: A Commentary on Dean Baird," 80 Va L. Rev. (No. 1994).

efectivo recibido sea retenido por el originador.⁴⁷ El originador, dicen, puede especular o transferir fraudulentamente el efectivo. Dado que el originador ha vendido ya las cuentas por cobrar, el originador tendrá que esperar hasta que nuevas cuentas por cobrar sean creadas y que se venzan para que se regenere un flujo de efectivo.⁴⁸ Esta disipación de efectivo puede eventualmente resultar en una crisis de liquidez hasta que la securitización pueda ser repetida o refinanciada.

Uno no puede asumir un comportamiento irresponsable porque un originador vende sus cuentas por cobrar a cambio de efectivo. De hecho, dado la vigilancia impuesta por las agencias calificadoras de riesgo y otras entidades independientes como los que proporcionan la mejora del crédito, la securitización puede presentar menos oportunidades para auto-negociar que otros métodos de financiamiento. Sin embargo, la securitización, tal como cualquier otra venta de activos del originador, puede llegar a ser sospechosa si se implementa cuando un originador está a punto de llegar a la quiebra. Un originador, por ejemplo, puede estar buscando convertir sus cuentas por cobrar en efectivo para realizar pagos preferenciales a ciertos acreedores o hasta para esconder activos fraudulentamente. Las posibilidades de realizar dichas acciones sospechosas, sin embargo, no es exclusiva de transacciones de securitización. Las mismas cuestiones las

⁴⁷ Chase W. Ashley, "Comment: When a Company Securitizes, Its Creditors Face Higher Risks," A. M. Banker, May 7, 1993, p. 4.

⁴⁸ Ibid.

tendríamos, por ejemplo, si al borde de la quiebra un originador vende, o pide dinero prestado gravando una fábrica o equipo, y similarmente busca ocultar la venta o el producto del préstamo. Estos cuestionables usos de los recursos son tratados de mejor manera por leyes de preferencia⁴⁹ y de transferencias fraudulentas⁵⁰, las cuales buscan asegurar la distribución equitativa del haber del deudor.

La Suprema Corte de Delaware recientemente ha notificado a los deudores que las empresas cerca de la quiebra deben estar atentas a sus responsabilidades de actuar siguiendo

⁴⁹ 11 U.S.C., Sección 547 (1988). Shupack argumenta que:

"cualquier venta de un activo tiene por consecuencia el convertir un activo menos líquido en efectivo. El riesgo de los acreedores en relación con el deudor que resulta de la venta no es la venta en sí, sino la subsecuente desaparición del efectivo obtenido. Todas las ventas y los intereses de los títulos en los activos del deudor cargan consigo el mismo riesgo de remover el activo del haber del deudor y el riesgo presente de desaparecer."

Shupack, nota 46 anterior. También, como se señaló anteriormente, la securitización es de menor beneficio cuando el originador está a punto de quebrar, por la creciente probabilidad de que la securitización será cuestionada por los acreedores del originador. Por consecuencia, el riesgo de la desaparición de los fondos obtenidos por un originador cerca de la quiebra pueden solamente tener importancia práctica limitada para la securitización.

⁵⁰ 11 U.S.C. Sección 548 (1988) y las leyes estatales aplicables. Para un análisis acerca de las leyes de transferencias fraudulentas, ver Steven L. Schwarcz, "The Impact of Fraudulent Conveyance Law on Future Advances Supported by Upstream Guaranties and Security Interests," 9 Cardozo L. Rev. 729 (1987); Schwarcz, nota 6 anterior, p. 35-36.

los intereses de los acreedores y no en su perjuicio. En "Credit Lyonnais Bank v. Pathe Communications"⁵¹ la corte señaló que un consejo de administración de una empresa en la cercanía de la insolvencia" tiene un deber fiduciario no solo frente a sus accionistas, sino también frente a sus acreedores. Esta regla da una seguridad más grande que una empresa en problemas no especulará con el efectivo recibido por la securitización en detrimento de los acreedores.

La pregunta sigue presente: ¿la securitización reduce genuinamente los costos financieros netos? Un posible método para probar esta hipótesis es examinarla a la luz de los principios de "conservación de la exposición." Este principio señala:

Los acreedores con garantía cobrarán tasas de interés más bajas porque las garantías reducen sus riesgos, pero los acreedores sin garantías subirán sus tasas de interés en respuesta porque dichas garantías reducen los activos que ellos podrán gravar en el futuro, por lo tanto sus riesgos aumentan.⁵² Las reducciones a las tasas de interés son igualadas a la par por aumentos a las tasas

⁵¹ No. 12150, 1991 Lexis 215, p. 108 (Del. Ch. Dic. 30, 1991).

⁵² Cuando acreedores pre-existentes reciben garantías por sus deudas anteriores, el otorgamiento de esas garantías reduce los activos en los cuales los demás acreedores sin garantías pueden gravar y por lo mismo aumentan los riesgos para los acreedores sin garantía. Las leyes de preferencia tratan dicha inequidad potencial. Ver 11 U.S.C. Sección 547 (1988). En la medida que los acreedores ofrezcan nuevos recursos a tasas de interés más bajas a cambio de garantías, el análisis de que si el otorgamiento de la garantía aumenta el riesgo va más allá de la esfera de este artículo. Compare Steven L. Harris y Charles W. Monney, Jr., "A Property-Based Theory of Security Interests: Raking Debtor's Choices Seriously, 80 Va L. Rev (Nov. 1994) con Alan Schwartz. "Taking Analysis of Security Seriously," 80 Va. L. Rev (Nov. 1994).

de interés; consecuentemente, la empresa no obtiene ganancias netas al otorgar garantías.⁵³

Si uno asume, y es cuestionable, que el principio de la conservación de la exposición significa que los acreedores sin garantías aumentarán sus tasas de interés en respuesta a la securitización del deudor, del mismo modo que lo hubieran hecho en respuesta a un financiamiento garantizado, el principio indicaría que el aumento en las tasas de interés debería precisamente igualar la reducción de la tasa otorgada por los acreedores con garantía a cambio de dichas garantías. Como resultado, el originador no obtendría ganancias netas.

El principio de conservación de la exposición asume que las tasas de interés no varían por las fuentes de financiamiento. Una securitización, sin embargo, proporciona una nueva fuente de financiamiento, los mercados de capitales, cuyas tasas son sistemáticamente más bajas que las tasas que obtienen comúnmente las empresas pequeñas y medianas. Antes de involucrarse con una securitización, el originador se está financiando a sí mismo mediante préstamos con y sin garantía. Después de la

⁵³ Alan Schwartz, "The Continuing Puzzle of Secured Debt," 37 Vand. L. Rev. 1051, 1054 (1984); cf. Franco Modigliani y Merton Miller, "The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment," 48 Am. Econ. Rev. 261 (1958). En un universo perfecto, cada ahorro logrado por el cambio de una parte de la estructura de capital de la compañía resultará en emparejar los costos de otras partes de la estructura de capital, incluyendo tomar ventaja de terceros. La securitización logra ahorros en los costos netos porque el universo es imperfecto.

securitización, el originador obtiene recursos mediante el acceso al mercado de capitales a través del VPE.

La transformación de financiamiento garantizado a fondeo del mercado de capitales con su comparativamente baja tasa de interés por consiguiente reduce el costo financiero neto.⁵⁴ Mientras que los costos totales de la transacción sean menores que los intereses ahorrados mediante el uso de la securitización en lugar de los financiamientos con garantía, el principio de la conservación de la exposición apoya la tesis de que la securitización origina ganancias netas. El siguiente ejemplo ayuda a ilustrar este punto:

Un originador con \$100 millones de deuda sin garantía, a una tasa de interés de X por ciento, busca pagar \$50 millones de dicha deuda con recursos de una nueva deuda garantizada de \$50 millones. El principio de la conservación de la exposición señala que la tasa de interés de la deuda garantizada será

⁵⁴ Como lo ilustra la tabla de abajo, la tasa de interés de papel comercial fue constantemente más baja que la tasa líder bancaria para préstamos en los últimos 3 años.

	1992	1993	Agosto 1994
Papel Comercial 1-Mes	3.71	3.17	4.65
Papel Comercial 3-Meses	3.75	3.22	4.84
Papel Comercial 6-Meses	3.80	3.30	5.19
Tasa Líder	6.25	6.00	7.51

Fuente: 80 Fed. Res. Bull, A25, A26, Domestic Financial Statistics (Nov. 1994).

reducida a $X-Y$ por ciento, pero esta reducción de la tasa será igualada por un aumento de la tasa de la cantidad remanente del crédito sin garantía equivalente a $X+Y$ por ciento. Este análisis asume que los acreedores sin garantías están en libertad de ajustar la tasa a las tasas de mercado. Por consiguiente, de acuerdo con esta teoría, el originador no obtiene una ganancia neta al otorgar dicha garantía.

Si el originador paga los \$50 millones de deuda sin garantía con los recursos provenientes de una securitización, en lugar de emitir deuda garantizada, la tasa de interés del remanente de la deuda sin garantizar aumentará a un $X+Y$ por ciento.⁵⁵ Sin embargo, debido a que las tasas de los mercados

⁵⁵ El aumento en la tasa de préstamos sin garantía es asumida que sea la misma ya sea que sea proveniente de financiamiento con garantía o por securitización. Sin embargo, en la práctica el aumento a dicha tasa será menor para la securitización debido a, como se señaló anteriormente, por el proceso de securitización meramente se cambian cuentas por cobrar por efectivo y por lo tanto no reduce los activos en los cuales los acreedores sin garantías pueden ejecutar. Asimismo, la securitización no afecta el porcentaje de apalancamiento de la compañía para efectos de reportes financieros. Una comparación precisa de las diferencias que pueden afectar a los acreedores sin garantías entre la securitización y el financiamiento garantizado es sutil y depende de la estructura de la transacción. Por ejemplo, en una securitización, cualquier exceso en las cuentas por cobrar vendidas pueden o pueden no estar disponibles para pagar a los acreedores sin garantía una vez que la deuda securitizada sea pagada, mientras que en un financiamiento garantizado, el exceso en la garantía puede ser usado para pagar a los acreedores sin garantía una vez que la deuda garantizada haya sido pagada. Por otro lado, en una securitización si las cuentas por cobrar vendidas son insuficientes para pagar la deuda securitizada, los tenedores de dicha deuda no tienen derecho alguno contra los activos que le quedan al originador. En un financiamiento garantizado si la garantía es insuficiente
(continued...)

de capitales son generalmente más bajas que las tasas de financiamientos garantizados (como se señala en la nota 51), la tasa de interés de la deuda securitizada se reducirá a $X - Y - \Delta$ por ciento (en donde Δ representa la diferencia de tasa entre las tasas del mercado de capitales y las de los financiamientos garantizados).

Si la securitización no tuviera costos, el originador ahorraría exactamente el Δ por ciento de \$50 millones en costos anuales de intereses al refinanciarse con securitización, en lugar de utilizar financiamientos garantizados. El ahorro de costo efectivo del originador, sin embargo, sería por lo menos parcialmente disminuído por los costos de la transacción. Pero en la medida que los intereses del originador y los costos de la securitización sean menores a los costos de un financiamiento garantizado, la securitización creará ahorros netos de costos por el acceso al fondeo de los mercados de capital.

Pero ¿por qué los mercados de capitales están preparados para fondear transacciones de securitización a tasas de interés inferiores a los de financiamientos garantizados? Por

⁵⁵(...continued)

para pagar la deuda garantizada, los tenedores de dicha deuda generalmente pueden reclamar un recurso sin garantía en contra de los demás activos del originador, y dichos reclamos sin garantía serían "pari-passu" con los otros reclamos sin garantía en contra del originador. Ver 11 U.S.C. sección 506(a) (1988). Correspondientemente, el autor cree que el supuesto usado en este artículo de que el aumento en la tasa de financiamiento sin garantía puede ser conservadora; consecuentemente, los ahorros en los costos netos actuales que disfruta el originador pueden ser todavía mayores a los mostrados.

lo menos una explicación es que la securitización sirve como medio de reducir "costos de vigilancia," una teoría originalmente presentada por Jackson y Kronman en el terreno del financiamiento garantizado.⁵⁶ Debido a que la tasa de interés en un préstamo es determinada cuando el préstamo es hecho, el tomador del crédito puede tomar acciones que incrementen el riesgo del préstamo después del mismo. Jackson y Kronman argumentan que el acreedor incurrirá en ciertos costos de vigilancia para asegurar que las acciones del deudor no aumenten el riesgo del crédito.⁵⁷ En este sentido, un acreedor con garantías debe tener costos de vigilancia menores que los del acreedor sin garantías porque los acreedores con garantía necesitan vigilar las acciones del deudor sólo en relación con la garantía otorgada, y pueden no tomar en cuenta la forma en que el deudor actúa generalmente.⁵⁸

Otros comentaristas han argumentado, sin embargo, que financiamientos garantizados pueden no reducir, y de hecho incrementan la necesidad de vigilar la condición financiera del deudor. La razón es que si el deudor entra en quiebra, una suspensión automática congelará la capacidad del acreedor con garantías para ejercer recursos contra la garantía y por ello

⁵⁶ Thomas H. Jackson y Arthur T. Kronmann, "Secured Financing and Priorities Among Creditors," 88 Yale, L. J. p. 1143 (1979).

⁵⁷ Ibid, p. 1149.

⁵⁸ Ibid, p. 1153.

debilitan la posición del acreedor frente a su garantía.⁵⁹ Como resultado, el acreedor con garantía tiene un interés significativo en asegurar la viabilidad del deudor e incurrirá en costos de vigilancia adicionales que los intereses y en exceso de los costos de vigilar la garantía.

Por otro lado, en la securitización las cuentas por cobrar del originador son vendidas a un VPE (de quiebra remota) en una "venta verdadera." En consecuencia, la quiebra del originador no afectará adversamente la capacidad de los inversionistas para recibir el pago de sus títulos respaldados por activos.⁶⁰ Debido a que la estructura de quiebra remota separa la fuente de pago de los títulos del VPE de los riesgos asociados con el originador, la necesidad de vigilar la condición financiera del originador es eliminada en gran medida. A pesar que los riesgos asociados con el servicio y cobro de las cuentas por cobrar todavía necesitan de cierta vigilancia⁶¹, estos

⁵⁹ 11 U.S.C. Sección 362(a) (5); ver también Schwarcz, nota 6 anterior, p. 29-30; Securitization of Financial Assets, nota 8 anterior, sección 5.05.

⁶⁰ Las cuentas por cobrar del VPE, por ejemplo, no pueden ser reclamadas por acreedores sin garantía del originador, excepto a través del interés accionario del originador en el VPE. Ver nota 52 anterior. Sin embargo, como se discutió en la sección I, en la medida en que las cuentas por cobrar vendidas en la securitización puedan ser adversamente afectadas por la quiebra del originador, como es el caso de las cuotas de franquicia, el proceso de securitización es más difícil. Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 7-9, 11-13.

⁶¹ Para un ejemplo de la necesidad de vigilar en los casos de securitización, ver Mark H. Adelson, "Seller/Service Fraud and the Towers Situation." Moody's Investors Service, Structured Finance, Special Report, June 1993.

riesgos pueden ser asumidos por los que proporcionan los aumentos de crédito o por los inversionistas en títulos subordinados, personas que precisamente están en el negocio de evaluar y absorber dichos riesgos.⁶²

La securitización, por consecuencia, crea reducciones genuinas de costos. Mediante la eliminación del riesgo de la quiebra para los inversionistas, muchos tipos diferentes de compañías pueden utilizar mejor sus activos más valiosos, sus cuentas por cobrar, accediendo al fondeo a bajo costo que proporcionan los mercados de capitales.

V. Oportunidades Sin Límite

El beneficio más grande de la securitización es su potencial para otorgar financiamiento del mercado de capitales a bajo costo para compañías que de otro modo estarían imposibilitadas para

⁶² Como fue previamente discutido en la Sección II, algunos originadores usan estructuras senior/ subordinadas para crear una asimilación especializada del riesgo. El hacer que el VPE expida una combinación de títulos senior a inversionistas ordinarios en el mercado de capitales y títulos subordinados a inversionistas sofisticados, y por lo mismo obtienen una tasa de interés mixta más baja y por consiguiente bajan los costos del crédito. El aumento en el crédito minimiza el efecto de información asimétrica entre los inversionistas mediante el uso de instituciones de alto grado que desean lucrar garantizando todo o parte de los títulos emitidos a los inversionistas. Esta discusión de los costos de vigilancia asume que la reducción de los costos de vigilancia en una securitización no aumenta los costos de vigilancia de los acreedores sin garantías. De acuerdo a la experiencia del autor, las compañías que se involucran en securitizaciones también tienen acreedores contratados sin garantías, como bancos y compañías de seguros que prestan con acuerdos que les permiten vigilar al deudor con por lo menos el cuidado de los acreedores con garantías. Como resultado, el autor cree que esta suposición es correcta y que no existe una ley exacta de conservación de los costos de vigilancia.

acceder al mercado de capitales. Sin embargo algunos de los más promisorios candidatos para la securitización, como hospitales y compañías con mercado mediano, todavía no han aprovechado sus ventajas. Estos tipos de originadores no tienen calificación o su calificación está por debajo al grado de inversión⁶³ y por tanto no tienen acceso directo al financiamiento de bajo costo que ofrece el mercado de capitales. Debido a su relativamente pequeño tamaño y sus requerimientos limitados de financiamiento, los costos de la transacción han prevenido a los hospitales y empresas de mercado mediano de no usar la securitización. Sin embargo, puntos de vista innovadores, como el recientemente avanzado concepto de los "intereses divisibles"⁶⁴, pueden permitir a las compañías de mediano mercado y hospitales a juntar sus cuentas por cobrar de manera que reduzcan sus costos y tornar la securitización más factible y atractiva.

Las compañías en quiebra representan todavía una fuente de securitización potencial de significación, pero aún sin

⁶³ El término "grado de inversión" se refiere técnicamente a la calificación que reciben los títulos a largo plazo de una compañía otorgados por agencias calificadoras de riesgo independientes. Una calificación de "grado de inversión" refleja la predicción de la agencia calificadora de que los títulos de deuda serán pagados a tiempo. A finales de 1992, la mayoría de las empresas de mediano tamaño o de "mercado mediano" no tenían calificaciones, o sus calificaciones estaban por debajo de un grado de inversión. En la actualidad, hasta algunas de las compañías más grandes, incluyendo virtualmente a todas las aerolíneas y tiendas departamentales, no tienen ratings de grado de inversión. Ver Schwarcz, *Divisible Interests*, nota 34 anterior, p. 141 n. 8; "S&P Lowers and Bond Ratings of 3 Airlines to Junk," N.Y. Times, March 12, 1994, at D1.

⁶⁴ Ver notas 34 y 42-45 anteriores.

desarrollar⁶⁵. Aunque la securitización ha generado un ahorro significativo en los costos para un número limitado de grandes empresas en quiebra⁶⁶, todavía tiene que ser aplicada a compañías pequeñas y medianas. Una herramienta potencial para la expansión de la securitización en empresas pequeñas sería la creación de un mecanismo de securitización para múltiples vendedores para manejar financiamiento del "deudor en posesión⁶⁷." En la medida que las cuentas por cobrar de una empresa en quiebra fluyan consistentemente, ellas también pueden usarse para securitización.⁶⁸

Las oportunidades de securitización no están limitadas al financiamiento de cuentas por cobrar. Las técnicas de securitización han sido recientemente aplicadas a inventarios y otros activos que no constituyen por sí mismos derechos de pago, pero sin embargo pueden otorgar esos derechos con el tiempo. El potencial de aplicación de la securitización a estos "futuros derechos" casi no tiene límites. Ejemplos de estos usos potenciales van desde la emisión de títulos en el mercado de

⁶⁵ Los potenciales inversionistas querrían obtener seguridades en relación a los tipos de cuestiones que hacen una securitización con una empresa al borde de la quiebra muy riesgosa, debido a que la securitización de una empresa en quiebra requiere autorización de un tribunal para ser llevada a cabo.

⁶⁶ Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 40-45.

⁶⁷ Dichos mecanismos han sido denominados "compañía deudora en posesión," o "DIPCO".

⁶⁸ Las transacciones de securitización de "deudores en posesión" han ocurrido con o sin apoyo de crédito de terceros. Ver Schwarcz, nota 6 anterior, p. 44.

capitales para financiar los pagos de una producción minera hasta la securitización de futuras ganancias generadas por una cosecha protegiendo el medio ambiente y la venta de madera de los bosques de lluvia de América del Sur. La securitización también puede ser aplicada a transacciones de financiamiento de proyectos para satisfacer la reciente demanda de desarrollo de proyectos de infraestructura y mejoramiento.⁶⁹ Kravitt, Forrester y Rosenberg proponen la aplicación de la securitización para ayudar a refinanciar proyectos de infraestructura previamente construídos y en operación. Esperar hasta la terminación de un proyecto, ellos dicen, permitiría a los inversionistas precedir más acertadamente el porcentaje de incumplimiento⁷⁰ y por consiguiente resultaría en tasas más bajas.⁷¹

La securitización puede también ser usada para financiar proyectos de infraestructura desde su concepción. Dicha transacción envolvería muy probablemente la venta presente de futuras ganancias que van a ser generadas por el proyecto terminado. Los mayores obstáculos para este tipo de transacción sería la dificultad inherente en evaluar los riesgos asociados

⁶⁹ Ver J. Paul Forrester, et al. "Securitization of Project Finance Loans and Other Private Sector Infrastructure Loans," *The Financier: ACMT*, 1994, p. 7.

⁷⁰ La tasa de incumplimiento de proyectos de infraestructura que depende de futuros clientes, como las plantas de energía, puede generalmente ser obtenido mediante el uso de estudio demográficos. Por ejemplo, los porcentajes de incumplimiento en proyectos de energía pueden ser evaluados basados en la capacidad del proyecto y en el contrato de venta de energía. Ver *Ibid*, p. 10.

⁷¹ *Ibid*, p. 18.

con la terminación del proyecto⁷², como también el riesgo inherente con la securitización de futuros ingresos que no surjan de un contrato existente⁷³. Mientras que dichas transacciones tendrían incertidumbres en relación con la generación de futuras ganancias y la creación de estructuras de quiebra remota, las técnicas y métodos de securitización pueden proporcionar un útil punto de inicio para considerar la manera de estructurar las transacciones.

Otra oportunidad casi ilimitada para usar la securitización es dada por el deseo creciente de dar financiamiento del mercado de capitales de Estados Unidos a bajo costo para originadores extranjeros. Como en otras áreas en las cuales la securitización no ha sido ampliamente utilizada, ciertos riesgos pueden hacer menos factibles las transacciones fuera de las fronteras de los Estados Unidos. Estos riesgos

⁷² Dejando de lado los riesgos fundamentales del negocio, los problemas de obtener licencias y la oposición de la comunidad pueden interferir con la culminación de ciertos proyectos. Véase, por ejemplo, las circunstancias que rodean al incinerador de desechos peligrosos Von Roll en Ohio, el cual fue temporalmente parado por la EPA debido a acciones del Vicepresidente Gore, y las circunstancias que rodearon al cierre de la planta nuclear de Shoreham Wading River en Nueva York.

⁷³ La Sección 552(a) del Código de Quiebras establece que los activos adquiridos por el deudor después de la presentación de la solicitud de quiebra no pueden ser sujetos a que un interés "pre-quiebra". 11 U.S.C., sección 552(a) (1988). A pesar que el VPE pudo haber adquirido futuros derechos sobre ingresos de un proyecto, la sección 552(a) puede cortar dichos derechos sobre los ingresos generados después de que el proyecto queda sujeto a un caso de quiebra a no ser que, por ejemplo, el futuro ingreso surja de un contrato que exista actualmente. Ver Schwarcz, Divisible Interests, nota 34 anterior, p. 149, en número 36.

incluyen incertidumbres en relación al tipo de cambio de la moneda extranjera, impuestos, soberanía y demás problemas relacionados con tratar con sistemas legales que pueden ser poco sofisticados en financiamientos sobre la base de activos. Sin embargo, dado el tamaño potencial y la amplitud de esta área no desarrollada, las ganancias de la securitización fuera de las fronteras puede ser enorme.

Otras oportunidades de securitización pueden ser influenciadas políticamente. Mientras que la Cámara de Representantes adoptó el proyecto de Paul Kanjorski para promover la securitización de créditos comerciales en 1994⁷⁴, el Senado incorporó disposiciones⁷⁵ en su versión de la Ley de Desarrollo Comunitario de la Banca que buscan crear un marco legal favorable para los bancos que deseen securitizar sus préstamos a compañías pequeñas.⁷⁶ La Ley Reigle de Desarrollo Comunitario y Mejoría de la Regulación de 1994⁷⁷, tal como fue publicada, generalmente

⁷⁴ H.R. 2600, 103d Cong., 2nd. Sess (1994).

⁷⁵ Estas disposiciones fueron referidas en la Ley para la Securitización de Préstamos a Pequeñas Empresas y Engrandecimiento del Mercado Secundario. S. 384, 103rd. Cong., 1st. Sess (1993).

⁷⁶ Las disposiciones de la S. 384 fueron incorporadas mediante una reforma en la naturaleza de un substituto para la Ley de Desarrollo Comunitario de la Banca y las Instituciones Financieras de 1993, S. 1275, 103d Cong., 1st. Sess. (1993), por el Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado en Septiembre 21, 1993.

⁷⁷ Pub. L. No. 103-325 (Sept. 23, 1984). La Ley también reforma la Ley para Aumentar las Hipotecas Secundarias de 1984, para adicionar los títulos relacionados con bienes raíces comerciales a los tipos de títulos hipotecarios que
(continued...)

adoptó el punto de vista del Senado, por lo tanto permitió a los inversionistas que en la actualidad no prestan directamente a pequeños negocios a invertir en títulos en el mercado de capitales que están respaldados por dichos préstamos. En consencuencia, los bancos serán capaces de reemplazar los préstamos actuales en sus libros por efectivo y, de paso, hacer nuevos préstamos a pequeños negocios.⁷⁸

⁷⁷(...continued)

están libres de ciertas restricciones al intercambio e inversión.

⁷⁸ Audiencias de la sesión 384 ante el Comité de Banca, Vivienda y Asuntos Urbanos del Senado, 103ero. Congreso, 1era. Sesión 41 (1993) (Declaración del señor Frank N. Newman, Subsecretario del Tesoro).

VI. Conclusión

En muchos casos, la securitización no solo reduce los costos directos de financiamientos para el originador, sino además proporciona beneficios indirectos de significación. La securitización ocasiona costos reales, sin embargo, y por consiguiente debe solamente ser usada después de compararla con fuentes de financiamiento alternativas. Debido a que la securitización sólo ha sido aplicada a una porción de sus oportunidades potenciales de mercado, promete ser una técnica financiera que continuará en crecimiento.⁷⁹

La securitización, en resumen, proporciona a la tecnología financiera lo que la piedra filosofal del pasado prometió brindar a los metales: la habilidad de convertirlos en oro.⁸⁰

⁷⁹ De acuerdo con la información recopilada por Securities Data Corporation y las estimaciones hechas por Citicorp, la emisión anual de títulos respaldados por activos, excluyendo los títulos respaldados por hipotecas, crecieron en más de \$130 billones en 1993, y el total de títulos respaldados por activos actualmente en circulación excede \$300 billones. En una entrevista telefónica con Frank J. Cavallo, Vicepresidente de Securitización de Citicorp Securities, Inc. (Junio 15, 1994). El mercado de los títulos respaldados por hipotecas tiene en la actualidad \$2.45 trillones en títulos en circulación, representando una combinación de \$2.3 trillones en títulos garantizados por el gobierno (Ginnie-Mae, Fannie-Mae, and Freddie-Mac) y \$150 billones en títulos no garantizados por el gobierno. Ver Inside Mortgage Securities, June 10, 1994 p. 2.

⁸⁰ La piedra filosofal fue una sustancia imaginaria que tenía el poder de transformar los metales base en oro. Websters 11 New Riverside University Dictionary, p. 882 (1984).