



Suhas Ketkar, ejecutivo de International Research and Strategy Associates LLC y consultor de The Royal Bank of Scotland Financial Markets.



Dilip Ratha, economista superior del Grupo sobre política económica y perspectivas de desarrollo del Banco Mundial.

Titulización de derechos de crédito futuros

Una herramienta útil para los países en desarrollo

Durante períodos de crisis financiera, los países en desarrollo no pueden acceder a préstamos a largo plazo de bajo costo. La titulización o bursatilización (conversión en títulos negociables) de derechos de crédito futuros puede ayudar a entidades públicas y privadas de estos países a obtener fondos en los mercados internacionales de capital.

Suhas Ketkar y Dilip Ratha

DESDE la devaluación del peso mexicano de 1994, se han producido crisis financieras en varios mercados emergentes que redujeron significativamente la confianza de los inversores. Tres años después de la crisis asiática, los flujos de capital hacia los mercados emergentes seguían siendo bajos, mientras que los costos de los préstamos continuaban siendo elevados. Las más importantes entidades calificadoras asignaron a las principales economías de mercados emergentes calificaciones crediticias más bajas que las de 1997, y tampoco son promisorias las perspectivas de corto plazo para los flujos privados de inversión de cartera.

En estas circunstancias, y considerando las restricciones del financiamiento oficial de emergencia, los países en desarrollo necesitan encontrar modos novedosos de obtener financiamiento externo. Las colocaciones de mercado respaldadas mediante garantías públicas parciales o mediante derechos de crédito futuros en moneda fuerte pueden permitir que las entidades emisoras superen los límites del crédito soberano y accedan a financiamiento más barato; también pueden prevenir el pánico generalizado que puede producirse cuando las reservas externas de un país se agotan repentinamente.

Mitigación del riesgo

La titulización es una innovación financiera bastante reciente. Las primeras transacciones se realizaron en Estados Unidos en la década de los

setenta y consistieron en la agrupación y reventa de hipotecas por los prestamistas bajo la forma de títulos negociables. Desde entonces, los mercados titulizados se han vuelto más complejos y variados. En los países en desarrollo, especialmente en América Latina, algunos prestatarios han obtenido financiamiento mediante la titulización de derechos de crédito futuros en moneda fuerte.

En una típica cesión del flujo de pagos futuros, la entidad prestataria (originador) de un país en desarrollo vende sus productos futuros (derechos de crédito) a un vehículo para fines especiales (VFE), que emite el instrumento de deuda. Se dan instrucciones a clientes internacionales designados (obligados) para que paguen los bienes que importan desde el originador directamente a una cuenta administrada por un fiduciario. El agente de cobro efectúa los pagos de capital e interés a los prestamistas. Si sobran fondos, se los envía al originador (véase diagrama).

Los riesgos de transferencia soberana y de convertibilidad se reducen debido a que la entidad prestataria obtiene, de parte de clientes designados, el consentimiento legalmente vinculante de que efectuarán pagos al fiduciario; el riesgo de quiebra también disminuye debido a que los VFE generalmente no tienen otros acreedores y por lo tanto no pueden quebrar. Obviamente, siempre existe el riesgo de que quiebre el originador. Los prestamistas pueden reducir este riesgo privilegiando a originadores que tengan por un lado altas calificaciones crediticias en lo

Clasificación de las cesiones de derechos de crédito futuros, en orden decreciente de confiabilidad

- Pagos derivados del petróleo crudo pesado
- Pagos de billetes de avión, teléfonos, tarjetas de crédito; remesas electrónicas
- Regalías de gas y petróleo, pagos de exportaciones
- Remesas de papel
- Impuestos por cobrar

Fuentes: Standard and Poor's Rating Services; Fitch IBCA, Duff & Phelps.

que respecta a la deuda en moneda local y por el otro una manifiesta capacidad y disposición para producir y entregar los productos que generan los créditos futuros. Las entidades calificadoras han aceptado la noción de que una entidad puede continuar generando créditos futuros aun si se encuentra en situación de incumplimiento financiero. De este modo, basándose en criterios desarrollados recientemente, como el de "empresa en marcha", de Fitch IBCA, o la evaluación de "supervivencia", de Standard and Poor's, ciertas entidades, por ejemplo bancos, pueden recibir mejores calificaciones con respecto a las operaciones respaldadas por activos que con respecto a la deuda en moneda local. Aunque la titulización puede no ser de gran utilidad para prestatarios de países en desarrollo que no alcanzan el grado de inversión, puede ayudar a que los emisores que sí lo alcanzan (en lo que se refiere a la moneda nacional) puedan traspasar los topes de crédito soberano sobre la deuda externa a largo plazo.

De todos modos, algunos componentes del riesgo soberano (riesgo país) no pueden ser completamente eliminados. Por ejemplo, el gobierno puede forzar al originador a vender sus productos en mercados locales en lugar de destinarlos a la exportación. Este riesgo es generalmente mayor para los productos básicos para los cuales la demanda local es mayor que para otros productos como el petróleo crudo que puede ser vendido sólo a pocos compradores.

Aunque no puede eliminarse completamente el riesgo de mercado producido por la volatilidad de precios y volumen, que

puede hacer que fluctúe el flujo de caja, sí puede mitigarse mediante la constitución de garantías que superen el valor del crédito. En general, el riesgo de producto puede controlarse más fácilmente en el caso de productos como petróleo, gas, metales y minerales, para los cuales existe una demanda proveniente de diversas fuentes, que en el de productos elaborados, a menos que los contratos de venta a largo plazo sean exigibles.

Con base en la evaluación del riesgo soberano, de rendimiento y de producto, las entidades calificadoras han clasificado las cesiones de derechos de crédito futuros según su nivel de riesgo (cuadro 1). Pero aun los derechos de crédito futuros menos confiables pueden ser titulizados: varias provincias argentinas, por ejemplo, titulizaron los ingresos futuros que les correspondían por la co-participación federal de impuestos. Evidentemente, las cesiones de este tipo necesitarán mayores salvaguardas para mejorar su calificación crediticia cuanto más abajo aparezcan ubicadas en la clasificación. Las compañías de seguro desempeñan un papel cada vez más destacado en operaciones financieras estructuradas al proporcionar garantías financieras integrales, como lo hizo recientemente MBIA en una titulización lanzada por Pemex, la empresa estatal mexicana de gas y petróleo. El Organismo Multilateral de Garantía de Inversiones (OMGI) del Grupo del Banco Mundial ha estipulado garantías por riesgos políticos en varias operaciones de cesión de derechos de crédito futuros.

La estructura innovadora de estas transacciones ha permitido que muchos prestatarios con grado de inversión de países en desarrollo obtengan financiamiento a tasas mucho más bajas. A fines de 1998, Pemex Finance Ltd. emitió títulos respaldados por exportaciones de petróleo que recibieron la calificación BBB de Standard and Poor's, tres posiciones por encima de la deuda soberana de México y de la deuda no garantizada de Pemex. La bursatilización le permitió a Pemex ahorrar entre 50 y 337,5 con respecto a lo que habría tenido que pagar sobre la deuda de rango superior. En el período posterior a la crisis mexicana de 1994-95, la empresa petrolera argentina YPF (ya privatizada) recaudó US\$400 millones con un margen de 200 puntos básicos mediante la titulización de pagos futuros por exportaciones.

La titulización también permite que los emisores de países en desarrollo extiendan los vencimientos de su deuda, mejoren la gestión del riesgo y los resultados del balance, y dispongan de un grupo más amplio de inversores. Por otra parte, al permitir que los prestatarios desarrollen su historial crediticio, estas operaciones mejoran la capacidad futura de dichos prestatarios para acceder a los mercados de capital y reducir el costo del crédito.

La mayoría de estos incentivos son comunes a los sectores público y privado. Sin embargo, durante períodos de crisis el sector privado se muestra reacio a contraer nuevas deudas, y las cesiones de derechos de crédito futuros suelen limitarse al sector público. Considerando los prolongados períodos de procesamiento involucrados en operaciones de este tipo, las entidades del sector público necesitan mantener las operaciones de titulización en preparación y sostener el interés de los inversionistas

Estructura de una titulización de flujos futuros típica

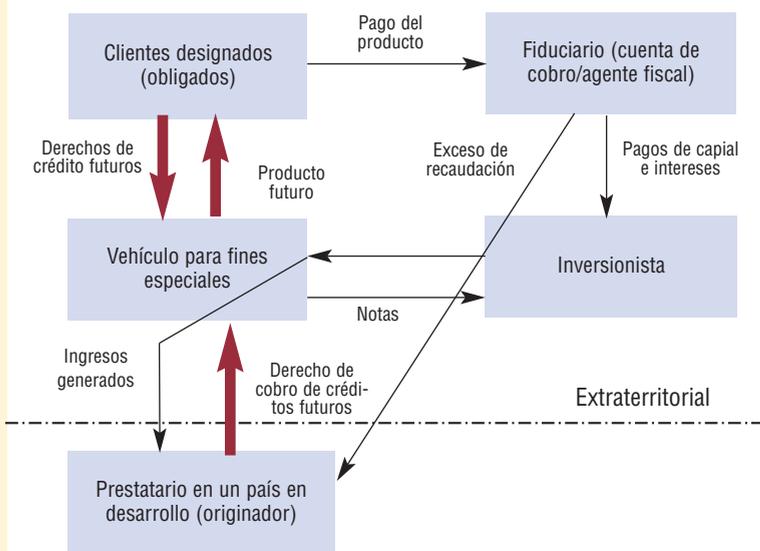
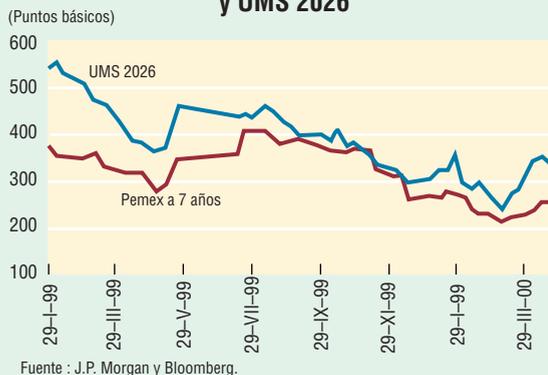


Gráfico 1
Diferenciales de los bonos Pemex a 7 años
y UMS 2026



Fuente: J.P. Morgan y Bloomberg.

(Puntos básicos)	Pemex a 7 años	UMS 2026
Media	309	372
Rango	205	324
Desviación estándar	63	79

durante los momentos positivos, de modo que esta clase de activos sea accesible durante un período de crisis.

Para los inversionistas, el atractivo de esta clase de activos reside en su buena calificación crediticia y en su rendimiento estelar durante períodos tanto positivos como negativos. Aunque hay poca información acerca de precios y márgenes en los mercados secundarios para la deuda titulizada, debido a que se negocian con escasa frecuencia, la información disponible (y la percepción de quienes participan en los mercados) indica que los precios y los márgenes tienden a ser menos volátiles para los títulos sobre derechos de crédito futuros que para la deuda no garantizada de los países en desarrollo. Por ejemplo, como puede verse en el gráfico 1 y en el cuadro adjunto, el margen en la deuda garantizada a siete años de Pemex fue menos volátil que el de los bonos de los Estados Unidos Mexicanos con vencimiento en 2026 (UMS 2026).

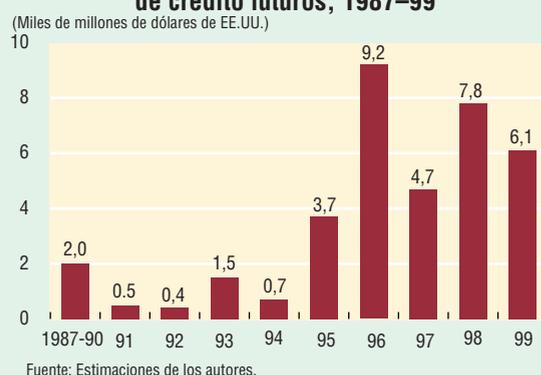
Pese a repetidas crisis de solvencia y liquidez, no ha habido incumplimientos en títulos calificados de entidades de países en desarrollo sobre créditos futuros respaldados por activos. Esta clase de activos ha superado satisfactoriamente la crisis del peso mexicano de 1994–95, la crisis asiática de liquidez de 1997–98, y la cesación de pagos de la deuda de Rusia y Ecuador en 1998 y 1999. Un ejemplo interesante es el de la cesión de flujos futuros de PTCL, la empresa telefónica de Pakistán, que evolucionó satisfactoriamente incluso ante incumplimientos selectivos de los pagos de la deuda soberana.

Aunque este historial es alentador, la deuda por flujos futuros respaldados por activos todavía no ha sido rigurosamente puesta a prueba, ya que aún representa un porcentaje muy pequeño de la deuda total. Hasta el momento, dada la escasa cantidad de operaciones vinculadas a pagos futuros, el haber constituido activos futuros en garantía no ha afectado el costo ni la calificación de la deuda no garantizada. Sin embargo, la cantidad de exportaciones futuras que pueden ofrecerse en garantía obviamente tiene un límite.

Características de las transacciones titulizadas

La titulización de derechos de crédito futuros tiene una historia relativamente breve en los países en desarrollo. La primera transacción en un país en desarrollo ocurrió en 1987, cuando la empresa telefónica mexicana, Telmex, que era estatal, titulizó cré-

Gráfico 2
Volumen de operaciones de titulización de derechos
de crédito futuros, 1987–99



Fuente: Estimaciones de los autores.

ditos futuros por servicios telefónicos. Hacia fines de 1999, las tres calificadoras más importantes —Fitch IBCA, Duff & Phelps; Moody's y Standard and Poor's— habían calificado más de 150 titulaciones en países en desarrollo, por un monto total de capital superior a US\$36.000 millones. La emisión de títulos respaldados por derechos de crédito futuros ha aumentado, especialmente a partir de la crisis mexicana de 1994–95 (gráfico 2).

Los emisores latinoamericanos dominan el mercado de titulización de pagos futuros. México concentra más de la mitad de las operaciones respaldadas por activos en valores nominales en dólares; Argentina, Brasil y Venezuela concentran otro 34%.

Aunque, en dólares, cerca de la mitad de las transacciones sobre pagos futuros están respaldadas por créditos futuros generados por exportaciones de gas y petróleo, la cantidad de operaciones que no se refieren al petróleo es mucho más numerosa (cuadro 2). Esta clase de activos ha demostrado permitir un amplio margen de creatividad: recientemente se han titulizado cobros futuros de tarjetas de crédito y teléfonos, remesas de trabajadores, ingresos impositivos e incluso ingresos derivados de exportaciones que se generarían mediante nuevos proyectos de inversión.

Potencial y obstáculos

Las exportaciones de combustible y minerales de países de bajo y mediano ingreso totalizaron, respectivamente, US\$196.000 millones y US\$63.000 millones en 1998. Utilizando una proporción de constitución de garantías de 5:1 (es decir, se emite sólo un dólar de deuda por cada cinco dólares de créditos futuros), el

Cuadro 2
Titulización de derechos de crédito futuros
por sector en 1987–99

	Emisión (Millones de dólares)	Porcentaje de la emisión total	Número de transacciones	Porcentaje del número de emisiones
Ingresos futuros por exportaciones de gas	16.362	45	25	17
Ingresos futuros por exportaciones no petroleras	7.537	21	40	27
Pagos de tarjetas de crédito	4.314	12	37	25
Financiación de proyectos	2.467	7	6	4
Pagos de servicios telefónicos	2.519	7	15	10
Remesas	1.731	5	14	9
Otros créditos	1.443	4	11	7
Total	36.372	100	148	100

Fuentes: Fitch IBCA, Duff & Phelps; Moody's y Standard and Poor's.

Cuadro 3
Titulización potencial por región
(basado en datos de 1998 sobre exportaciones y remesas)
(Miles de millones de dólares de EE.UU.)

	Combust.	Minerales	Remesas	Total
Asia oriental	5,3	2,1	0,1	7,5
Europa y Asia central	9,8	4,6	0,7	15,1
América Latina y el Caribe	7,5	5,2	1,3	14,0
Oriente medio y África del Norte	16,5	0,4	1,0	17,9
Asia occidental	0,1	0,2	1,4	1,7
África al sur del Sahara	0,2	0,2
Total correspondiente a países de bajo y mediano ingreso	39,2	12,6	4,8	56,4

Fuente: Cálculo de los autores, utilizando una proporción de constitución de garantías de 5:1. Los datos sobre exportaciones fueron tomados de los Indicadores de Desarrollo Mundial del Banco Mundial y los datos sobre remesas de trabajadores del Anuario de estadísticas de balanza de pagos del FMI (*Balance of Payments Statistics Yearbook*, 1999). Nota: ... Indica datos no disponibles. Las regiones aparecen según su denominación en la publicación anual del Banco Mundial Flujos mundiales de financiamiento para el desarrollo.

volumen de titulaciones respaldadas por ingresos futuros de exportaciones de combustibles y minerales, basado en datos de 1998, podría ascender a casi US\$52.000 millones por año (cuadro 3). Si se agregan las titulaciones de remesas, la suma aumenta a US\$56.000 millones anuales. Este cálculo no incluye cupones de tarjetas de crédito ni pagos futuros por servicios telefónicos, que podrían agregar otros US\$8.000 millones por año.

El potencial estimado para la titulización de derechos de crédito futuros en países de América Latina y especialmente de Europa oriental y Asia central parece ser aun mayor de lo que la emisión actual podría indicar. Los países del Oriente Medio poseen importantes créditos futuros por ventas de petróleo. En el sur de Asia, el potencial para la titulización radica en las remesas, los cupones de tarjetas de crédito y los cobros futuros de teléfonos.

Una serie de obstáculos, no obstante, han impedido desarrollar este potencial. Uno de los principales es la escasez de adecuadas garantías en activos en los países en desarrollo. El petróleo es una garantía satisfactoria por diversos motivos: 1) las reservas de petróleo de un país se conocen con bastante precisión; 2) la existencia de mercados mundiales de petróleo desarrollados lo convierten en un activo de elevada liquidez; y 3) dada su importancia para la economía de una nación, las exportaciones de petróleo son menos vulnerables a la interferencia estatal. Además, el petróleo crudo puede funcionar mejor como garantía que el refinado, dado que aquél no puede ser fácilmente desviado a importadores extranjeros no cubiertos en la estructura de titulización.

La escasez de garantías satisfactorias se ve reflejada también en la ausencia de emisores públicos y privados de calidad en los países en desarrollo. Las titulaciones tienden a ser complejas y requieren costos de preparación elevados y largos períodos de procesamiento. Otra complicación es la falta de claridad jurídica en los procedimientos de quiebra en muchos países en desarrollo. En algunos casos, puede ocurrir incluso que las autoridades no estén familiarizadas con este mecanismo. Muchos emisores no pueden (o no quieren) asumir la carga de divulgar información en forma completa y a su debido tiempo. Otros se preocupan, tal vez sin motivos, por la posibilidad de que la emisión de bonos garantizados por flujos futuros perjudique su capacidad crediticia.

Cuestiones de política pública

La titulización de pagos futuros aumenta la deuda inflexible de un emisor (y de un país), y tal vez menoscabe su capacidad crediticia. Aunque esta preocupación es válida, la emisión actual de deuda

titulizada no parece haberse aproximado a esos niveles críticos. Por ejemplo, las calificadoras no rebajarán la calificación del crédito soberano de México ni de Venezuela como consecuencia del aumento de la deuda titulizada de estos países. En el caso de México, los US\$19.300 millones de esta deuda representan cerca del 16% de la deuda total, mientras que en el caso de Venezuela, su deuda titulizada de US\$6.100 millones representa el 18% del total. Por lo tanto, parecería que la deuda titulizada puede llegar hasta alrededor del 15% de la deuda total de un país en desarrollo sin poner necesariamente en riesgo la capacidad crediticia general del deudor soberano. De todos modos, cuando se la combina con la deuda frente a otros acreedores privilegiados, podría llegar a reducir la capacidad de un prestatario para atender el servicio de la deuda.

Sin embargo, esta clase de activos puede resultar atractiva para los gobiernos ya que puede ser un modo de acceder a los mercados durante periodos de crisis de liquidez. Debido a que reciben calificación de grado de inversión, las operaciones basadas en el flujo de pagos futuros atraen a una variedad de inversores mucho más amplia que las operaciones sin garantía. Por lo tanto, estas operaciones pueden mejorar la liquidez del mercado y reducir su volatilidad, haciéndolos aún más atractivos para inversores internacionales de otras clases de activos. Para muchos países en desarrollo, la titulización de derechos de crédito futuros puede representar la única manera de tener acceso a mercados internacionales de capital.

Un incentivo importante para que los gobiernos promuevan esta clase de activos radica en las externalidades asociadas a este tipo de operaciones, que implican un examen mucho más detenido del contexto jurídico e institucional (la existencia y la aplicación de leyes sobre derechos de propiedad y procedimientos de quiebra) que las operaciones sin garantía. Estas operaciones pueden producir enormes beneficios al permitir que los inversores tengan acceso a información valiosa. La preparación de una transacción de este tipo a menudo trae aparejadas reformas del marco jurídico e institucional que facilitan el desarrollo del mercado local de capitales y alienta las colocaciones internacionales, como ocurrió con las operaciones de bonos Brady a comienzos de la década de los noventa.

La política pública destinada a facilitar las titulaciones respaldadas por flujos de pagos futuros debería centrarse en eliminar los obstáculos. Los emisores pueden reducir los costos de transacción mediante la planificación de una serie de emisiones que les permitirían beneficiarse de las economías de escala. El establecimiento y la utilización de calificadoras locales, también puede ser un modo de reducir el costo de las transacciones, aunque se debe actuar con cuidado al establecer escalas de calificación locales que sean equiparables a las internacionales. La agrupación de los flujos de pagos futuros puede ser efectiva en algunas instancias. Ciertos segmentos de esta clase de activos (como la titulización de ingresos petroleros futuros) pueden responder favorablemente a la estandarización. La clarificación de las leyes de quiebras sería útil para todas las operaciones financieras, incluida la titulización. También sería conveniente instruir a las autoridades y a los posibles emisores para promover esta clase de activos. **F&D**

Este artículo se basa en el estudio de los autores "Development Financing During a Crisis: Future-Flow Securitization", (inédito; Washington: Banco Mundial, 2000).