

Noti Valores

VOL. X No. 5 • SEPTIEMBRE-OCTUBRE 2005 • SANTO DOMINGO, R. D.

Bolsa de Valores de la República Dominicana, S. A.

Titularización: Mecanismo de financiamiento a las PYMES

Nadiuska López de Abood
Directora de Registro de la Comisión Nacional de Valores de Panamá

Pequeñas y Medianas Empresas: PYMES

Pequeñas y medianas empresas, frase mejor conocida en el argot financiero como PYMES, es un concepto mundialmente difundido para referirse a aquellos participantes de la economía de un país o región que no alcanzan niveles determinados de capitalización o ventas, para ser consideradas empresas altamente capitalizadas o empresas grandes.

En Panamá la categorización de las PYMES viene dada, más bien, por el total de los ingresos en dinero, en especie o en valores, percibidos o devengados en un año fiscal, menos las devoluciones, descuentos u otros conceptos similares, de acuerdo con la ley, los usos y costumbres de la plaza.

Así las cosas, la legislación nacional clasifica las PYMES como a continuación se señala:

- **Microempresa:** Unidad económica, formal o informal que genere ingresos brutos o facturación anuales hasta la suma de ciento cincuenta mil balboas.
- **Pequeña Empresa:** Unidad económica que genere ingresos brutos o facturación anuales desde ciento cincuenta mil balboas con un centésimo hasta un millón de balboas.
- **Mediana Empresa:** Unidad económica que genere ingresos brutos o facturación anuales desde un millón de balboas con un centésimo, hasta dos millones quinientos mil balboas.

En economías más desarrolladas estos niveles de ingresos brutos anuales clasifican (pequeña y mediana empresa) como micros y pequeñas empresas, circunstancia que coloca a las PYMES de nuestro país en una situación de cuantiosa desventaja frente a grandes empresas, nacionales o internacionales, a la hora de financiar sus actividades de producción.

Aunado a lo anterior, las PYMES enfrentan riesgos políticos sociales que las invalidan, básicamente, de obtener inversión extranjera.

Y es que es una realidad que no escapa a la mayoría de los países latinoamericanos que estas empresas, colaboradoras de la economía nacional, se enfrentan a posibilidades de desarrollo truncadas desde sus mismos orígenes por causa de vaivenes políticos que erosiona un ámbito de inestabilidad jurídica de las inversiones- riesgo país-, así como de fluctuaciones monetarias- riesgo divisas-, que disminuyen drásticamente la inversión extranjera.

¿DE QUE MANERA SE FINANCIAN LAS PYMES?

Las probabilidades de obtener financiamiento mediante recursos externos colocan a estas empresas en una situación paralela en lo que a costos fijos de información y transacción se refiere, que a los costos enfrentados por una empresa grande, lo cual encarece notablemente estos financiamientos. Adicionalmente en Panamá, las PYMES no cuentan con una cantidad valiosa de activos que le sirvan de garantías para la obtención de créditos bancarios, lo que incrementa los gastos inherentes a la financiación.

Si examinamos el escenario, viable sin duda alguna, en que las PYMES concurren a mecanismos de financiamiento interno o a sus propios recursos, encontramos como primer y gran obstáculo la formación reacia de los gerentes o propietarios de estas empresas, que se rehúsan a admitir la entrada de nuevos socios, bajo el temor de diluir a su control empresarial, amén de que la cantidad y calidad de la información disponible sobre estos negocios no reúne los estándares elevados que requiere un mercado de capitales, tal vez por la carencia de mecanismo informáticos que produzcan dicha información de una manera automática y costeable o, bien sea, por el recelo competitivo que lleva a estas empresas a preservar un alto

grado de confidencialidad sobre la empresa, como una estrategia de negocios que evita que la competencia utilice esta información en aras de obtener un privilegio en detrimento de aquélla.

Por último, pero no menos importante, se presenta la participación directa de las PYMES en los mercados de capitales como la nueva opción de financiamiento.

Muchos han sido los escándalos nacionales e internacionales que han sumido a los mercados de capitales en un inquietante estado de desconfianza e incertidumbre, situación tal que ha obligado a las autoridades del ramo a reconocer que los mecanismos de supervisión y fiscalización mantenidos eran, pese a consideraciones opuestas de algunos laxos. De esta manera, hemos arribado al siglo XXI con el nuevo concepto de "gerencia de libros abiertos" que supone compartir con el público en general información completa sobre mínimos detalles de la empresa, en donde frases, por años acuñadas, como "creatividad financiera" han sido obligadas a ser sustituidas de nuestro vocabulario por el develamiento completo de áreas, hasta entonces oscuras, de los estados financieros tales como propiedad intelectual, "goodwill", compensación a directivos, entre otros temas. En consecuencia, la participación directa en los mercados de capitales es un proceso altamente sofisticado y caro, en donde la participación de las PYMES, de haber alguna, sería con emisiones u ofertas de escasa liquidez que no despiertan el interés de un inversor.

Como observamos, los mecanismos tradicionales de financiación de las PYMES han llegado a una etapa final, que requiere la utilización de procedimientos más elaborados, pero que a su vez simplifiquen la admisión de las PYMES al mercado de valores. Nos referimos a la Titularización.

¿QUE ES TITULARIZACION?

El neologismo "titularización" o "titulización", traducción al idioma castellano del término anglosajón "Securitization", ha de entenderse como cualquier proceso del cual se valga una empresa para lograr captación directa de fondos líquidos, mediante la emisión de títulos negociables, en sustitución de los mecanismos de financiación bancaria.

"La titularización" es un proceso de financiación por el que una persona, originador, transmite un conjunto de derechos de crédito a un vehículo financiero que paga su precio con lo obtenido de la emisión de valores o la contratación de

préstamos, respaldados exclusivamente por el patrimonio constituido con aquellos".

Se comprende dentro de este concepto la emisión de instrumentos conocidos de endeudamiento- emisión de deuda, pagarés-, como procedimiento más complejos que suponen la movilización de activos de una compañía, mediante la creación de un patrimonio autónomo que se transfiere a un vehículo de propósito especial, de manera que los flujos de caja que genere dicho patrimonio se utilicen para el pago de los derechos conferidos a los titulares de los valores emitidos mediante oferta pública o privada, obteniéndose así dinero en efectivo por el adelanto de los ingresos futuros.

En todo proceso de titulización participan tres partes:

- El ente que transfiere los activos a titularizarse, quien generalmente responde por la gestión, denominado ORIGINADOR, y en el tema que nos ocupa serían las PYMES.
- La entidad a que se transfieren los activos, "special purpose vehicle", emisor de los títulos, generalmente un fideicomiso, denominado SPV.
- Los INVERSORES o compradores de los títulos emitidos por el SPV.

El originador propietario de una cartera de activos ilíquidos, transfiere éstos a un vehículo creado para detentar la conjunción de aquellos y, simultáneamente, actuar como el emisor de las cuotas de titularización que se ofrecerán al mercado de capitales, produciendo un flujo positivos de capital que es utilizado por el mismo vehículo para hacer frente a las obligaciones producto de la emisión, en parte, mientras que el resto es utilizado por el originador. Es el fideicomiso el instrumento contractual generalmente utilizado como el SPV.

En la última década, la titularización ha venido ganando adeptos entre profesionales del derecho y asesores financieros de nuestro país, que recomiendan a su clientela optar por este proceso, al considerar que capta grandes sumas de capital a un costo menor que si se utilizasen otras fuentes financieras como el ya citado crédito bancario. Veamos:

- Cuando una empresa toma la decisión de adquirir una nueva deuda, esta decisión supone un incremento en el ratio de endeudamiento de la misma, al aumentar la proporción de sus deudas comparadas con su capital propio. Este aumento produce una depreciación de

la capacidad financiera del patrimonio de la empresa para afrontar sus obligaciones financieras, por el incremento en las tasas de interés de los compromisos de la empresa como producto del aumento en el riesgo de liquidez de la empresa.

- Por el contrario, es característica del proceso de titularización la ausencia en el incremento del riesgo de liquidez dado que no se verifica un aumento en el ratio de endeudamiento.

Vale la pena citar a autores de la talla de Lopucky abonando a la tesis que favorece la titularización como mecanismo de financiamiento, quien califica a ésta como la "estructura esencial para blindar una empresa" frente a las reclamaciones patrimoniales que no se encuentren adecuadamente garantizadas. Se puede inferir, entonces, que la titularización prevé un escenario en que ésta sea utilizada como una herramienta para brindarle a la empresa una ventana de oportunidad es decir, un período de tiempo para rectificar su situación financiera mediante el congelamiento de las acciones judiciales que los acreedores tengan en contra de la empresa.

Ahora bien, ¿cómo se conjuga el financiamiento de las PYMES con la estructura jurídica-financiera denominada Titularización? Partamos de la premisa cierta que la titularización consiste, básicamente, en gestionar el riesgo de una empresa mediante la deflación de un riesgo determinado que pesa sobre su patrimonio y del que desea librar a sus inversores, verbigracia, disminuye el riesgo país, y riesgo divisa, lo cual coadyuva a que los inversores participen en estas empresas ya que los activos que garantizan la inversión están segregados en un vehículo financiero, que le brinda a los inversores certeza de pago.

Existen, básicamente, dos mecanismos de titularización:

1) Fondo de Titularización de Activos (Asset Backed Securities): Patrimonio separado, carente de personalidad jurídica, integrados, en cuanto a su activo, por los activos financieros que agrupan y, en cuanto a su pasivo, por los valores de renta fija que emitan.

2) Fondo de Titularización Hipotecaria (Mortgage Backed Securities): Mecanismo mediante el cual el originador crea un SPV que transforma un grupo de préstamos, garantizados o no, en valores negociables que son ofrecidos a

inversionistas, como una participación en un conjunto de préstamos.

La titularización forma parte de aquellos mecanismos de innovaciones financieras que admite redistribución de las opciones de pago incompleto o fuera de plazo en los mercados de valores, interpretada como el reparto o, distribución entre el originador-empresa PYMES-el SPV y los inversores, y en la que cada cual soporta un riesgo distinto.

Además de la titularización, y fuera de los límites del mercado de capitales, se distinguen al leasing o contrato de arrendamiento financiero y el contrato de factoring o factoraje comercial. Todas estas relaciones contractuales están íntimamente relacionadas con la figura de la Cesión de Crédito regulada por el Código de Comercio de la República de Panamá.

En cuanto al factoring o factoraje comercial es un instrumento de financiación que entraña la transferencia de un conjunto de derechos de créditos-facturas-para producir liquidez valiéndose, en una mayoría de los casos, de un negocio de cesión similar al utilizado en la titularización de activos.

Se dice que los efectos jurídicos del negocio de Factoring vienen a ser los mismos que los del negocio de titularización, operación mercantil que, sin duda al respecto, genera instrumentos jurídicos financieros que se enmarcan dentro de la conceptualización de "valor", que viene dada por el Decreto Ley 1 de 8 de Julio de 1999 y que, por ende, están dentro de la esfera reglamentaria y de supervisión de la Comisión Nacional de Valores de Panamá.

- "Valor es todo bono, valor comercial negociable u otro título de deuda, acción (incluyendo acciones en tesorería), derecho bursátil reconocido en una cuenta de custodia, cuota de participación, certificado de participación, certificado de titularización, certificado fiduciario, certificado de depósito, cédula hipotecaria, opción y cualquier otro título, instrumento o derecho comúnmente reconocido como un valor o que la Comisión determine que constituye un valor".

Los valores emanados de la titularización, emitidos por el SPV, permiten a las PYMES estructurar su deuda a largo plazo. Además, como las condiciones las fija el emisor, es posible armar el tipo de valores negociables más acorde con cada tipo de

empresa. De la misma forma es posible considerar la estacionalidad propia de cada negocio o región en especial. Es por estas razones que la titularización de las PYMES, son una de las fuentes de financiamiento más utilizadas en los países desarrollados.

Para una mayor ilustración del lector, citamos la experiencia de trece naciones latinoamericanas, incluyendo a Panamá, en la que a través de una titularización de los activos de empresas se generan acciones subyacentes, mejor conocidas por sus siglas en inglés "ADR" que significan "American Depositary Receipts" que representan la propiedad de una o más acciones de una compañía extranjera y que ha permitido captar inversión extranjera mediante la negociación de estos títulos en el mercado bursátil de los Estados Unidos.

Existen distintos tipos de garantías que respaldan la emisión de éstos instrumentos. El más utilizado es el Común, que es aquel conformado por el patrimonio de la empresa, siguiendo con los Fondos de Garantía y las Garantías Hipotecarias.

¿ QUE ACTIVOS PUEDEN SER TITULARIZADOS?

El activo a cederse al SPV puede estar compuesto tanto de créditos ya existentes, como los derechos de créditos futuros, siempre y cuando los mismos sean de una magnitud conocida o identificable. De esta manera, pueden ser titularizados préstamos hipotecarios, flujos de tarjetas de crédito, ganado, ventas de crédito, derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas, los derivados de operaciones de arrendamiento financiero, derivados de la facturación empresarial en general, entre otros tantos.

Nótese la diferencia entre las operaciones de leasing y factoring por se, que no son consideradas propias del mercado de capitales al no generar un instrumento negociable que pueda ser objeto de oferta pública, al evento en que se cree un fondo titularizable que se alimente de los derivados de estas operaciones, se fraccione en cuota partes representativas del mismo y se ofrezcan, consecuentemente de manera pública o privada.

Es recomendable, de acuerdo a la experiencia adquirida de otros mercados, que los créditos que conformen el SPV sean de naturaleza homogénea, lo cual produce una

especialización del fondo titularizado que redunde en un mejor manejo del mismo.

A continuación sinopsis de las ventajas en la utilización de la titularización de las empresas PYMES:

PYMES:

- a) Elimina deuda, mediante el financiamiento con tasas a valores de mercado.
- b) Liberan y cancelan situación en Bancos.
- c) Pueden anticiparse a cancelar la deuda comprando títulos.

ACCREDITORES:

- a) Se prevé la posibilidad del cobro de inmediato de las deudas

ENTE FIDUCIARIO (SPV):

- a) Cobra una utilidad por su participación en la operatoria.

SISTEMA BURSATIL:

- a) Tiene un nuevo título.
- b) Acerca a las PYMES y les ofrece otras alternativas financieras

ECONOMIA DEL PAIS:

- a) Reinserta con transparencia y eficacia a las PYMES, cuya mayoría se encuentra en emergencia.

Debemos ser confidentes en que la titularización para empresas PYME constituye una solución de fondo para el problema del financiamiento de las pequeñas y medianas empresas. A título personal, tengo la absoluta convicción de que este es el camino lógico, oportuno y certero que debemos transitar para lograr una expansión segura y duradera de las empresas, y consecuentemente, integrar al país a través de su armónico desarrollo económico.

