

CONCLUSIONES

I. SOBRE LA FINANCIACIÓN DE LAS PEQUEÑAS Y MEDIANAS EMPRESAS EN IBEROAMÉRICA

- 1^a. En Iberoamérica, se utilizan dos nociones para abarcar el sector económico ajeno al de las grandes empresas: en algunos países se habla de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa (MIPYME) mientras que, en otros, se habla solo de la Pequeña y Mediana Empresa (PYMES). Se trata de un sector de empresas muy amplio y heterogéneo. A lo largo de este Estudio, se ha utilizado el acrónimo PYMES para abarcar todo tipo de empresas ubicadas en este sector que pueden beneficiarse, en su financiación, del modelo de titulización que se propone.
- 2^a. Para diferenciar entre las microempresas, pequeñas empresas y medianas empresas se utilizan, en los diversos países que han colaborado en este Estudio, de manera única o combinada, los criterios del número de trabajadores que emplean, su volumen de ventas anual, la cifra del activo de su balance, su endeudamiento bancario o su capacidad de acceso a determinados niveles o medios de financiación.
- 3^a. En el tejido empresarial de los distintos países iberoamericanos, las PYMES tienen una importancia creciente tanto por su desarrollo cuantitativo como por los efectos cualitativos desde el punto de vista de cohesión social, de creación de empleo, de flexibilidad exportadora, etc.

- 4^a. La gran mayoría de los Estados iberoamericanos han establecido Secretarías o Direcciones Generales de diversos Ministerios económicos, Entidades u otros Organismos públicos —integrados en la estructura estatal o dotados de una cierta autonomía— dedicados al estímulo y protección de las PYMES, habida cuenta de los efectos benéficos que este tipo de empresas tienen para la creación de empleo, la cohesión social y la lucha contra la pobreza. Tales organismos o entidades han prestado una especial atención a la financiación de las PYMES, conscientes de la importancia esencial que este aspecto tiene en el desarrollo de tales empresas.
- 5^a. Las iniciativas dirigidas a favorecer la financiación de las PYMES en Iberoamérica suelen adoptar la forma de programas (integrados, en ocasiones, en sistemas públicos más amplios de apoyo a las PYMES) y proceder de entidades, bancos públicos o semipúblicos o privados con ayudas públicas. Estas iniciativas suelen especializarse bien por el tamaño de las empresas a las que se dirigen, bien por los sectores de actividad (con especial atención a los que implican innovación tecnológica tales como la informática) o bien por las regiones de implantación (especialmente si se trata de regiones deprimidas).
- 6^a. En la práctica totalidad de los países que han colaborado en este Estudio, se constatan las dificultades que tienen las PYMES para acceder a vías de financiación eficientes tanto en el ámbito de la banca privada como en el del mercado de valores. Con las PYMES se da un caso de fallo de mercado típico del sector financiero —que afecta tanto a su financiación bancaria como a través del mercado de valores— como es la información asimétrica entre el inversor y la PYME, ya que el primero desconoce la capacidad de la segunda de obtener la rentabilidad suficiente para devolver el dinero prestado. En el caso de la PYME se agrava esta situación pues carecen de aplicación las soluciones “de mercado” que han surgido para este problema. Estas últimas consisten fundamentalmente en la calificación del riesgo del préstamo por parte de agencias de rating, el seguimiento de la información de las empresas y sectores por un cuerpo de analistas financieros y el suministro frecuente de información contable a los mercados de valores.

La escasa dimensión de las PYMES y sus recursos propios limitados les impiden hacer uso de estos mecanismos. La agrupación de miles de préstamos a PYMES en fondos de titulización permite tratarlos de forma agregada y con métodos estadísticos de modo que para una estructura de titulización sí resultan asumibles costes tales como los del rating o el de proporcionar información periódica al mercado (sobre morosidad u otras variables) del grupo de préstamos integrados.

- 7^a. Los Estados iberoamericanos suelen establecer mecanismos específicos que faciliten la financiación bancaria de las PYMES, bien a través de programas adaptados a este tipo de empresas o bien mediante garantías directas o indirectas a favor de las mismas.
- 8^a. Una de las principales dificultades para la financiación bancaria de las PYMES es el otorgamiento de garantías. Por ello, en la mayor parte de países iberoamericanos existen instrumentos de financiación específicamente adaptados a las PYMES que buscan compensar las carencias de este tipo de empresas a través de garantías generales gracias a las ayudas estatales.
- 9^a. Las PYMES encuentran dificultades “regulatorias” para acceder al mercado de valores porque dicho acceso a través de una oferta pública está condicionado al cumplimiento por su parte de un conjunto de requisitos de solvencia, liquidez y transparencia que suelen dificultar el acceso directo de las PYMES. En particular, se suele exigir la aportación de una serie de documentos de carácter jurídico (tales como los estatutos sociales y el acuerdo societario), contable (cuentas auditadas de los últimos ejercicios), organizativo (estructura de personal de representantes, directivos, etc.) y financiero (calificación crediticia) que encarecen el acceso y retraen a las PYMES del mercado.
- 10^a. Las PYMES encuentran dificultades “económicas” para acceder al mercado de valores porque el cumplimiento de los requisitos que se exigen, tanto en el momento de formular una oferta pública de valores en el mercado como durante todo el tiempo en que estos valores emitidos permanezcan admitidos a negociación en los mercados

secundarios de valores, implica costes muy notables a las empresas tanto de carácter interno (p. ej. la necesidad de contar con un departamento financiero o contable suficientemente dotado de medios personales y materiales para producir la información exigida) como de tipo externo (p. ej. los pagos de los servicios de auditores, abogados, bancos de inversión, agencias de calificación de riesgos, etc.). Estos costes suelen tener un carácter parcialmente rígido porque su cuantía no depende enteramente del volumen de la emisión de los valores, sino que conlleva un coste mínimo de tipo fijo con independencia de aquel volumen. Estas características de los costes inherentes a la financiación de las empresas en el mercado de valores dificultan extraordinariamente el acceso directo de las PYMES a dicho mercado y recomienda buscar vías de acceso indirecto —como la titulación— que permitan disfrutar a las PYMES de las ventajas de la movilización de sus créditos sin tener que asumir individual y directamente los costes implícitos.

- 11^a. En los países iberoamericanos, existen una serie de iniciativas dirigidas a facilitar el acceso de las PYMES a los mercados de valores que pasan por aligerar las exigencias generales para que dicho acceso se produzca, bien eximiéndolas de la constitución de órganos de fiscalización interna o externa o bien exonerándolas de tasas públicas y comisiones privadas; y por potenciar el uso por aquellas de mecanismos que faciliten aquel acceso, de forma directa o indirecta, tales como el fideicomiso financiero. También cabe resaltar la creación de segmentos del mercado bursátil destinados a negociar valores emitidos por PYMES que actúen en ámbitos de innovación tecnológica, si bien tales iniciativas no han tenido, por lo general, el éxito esperado.

II. SOBRE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN IBEROAMÉRICA

- 12^a. En Iberoamérica, la titulación ha cumplido la función económica general de servir de mecanismo del que pueden valerse las empresas, sean o no entidades de crédito, para obtener financiación ajena mediante la cesión de sus créditos a vehículos de titulación que emiten

valores de renta fija. De esta manera, las empresas acreedoras originarias segregan de su patrimonio un número determinado de activos con cuyos rendimientos se atenderá el servicio financiero de los valores emitidos, constituyendo a su vez dichos activos la garantía básica del cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas. En el área iberoamericana, los niveles de desarrollo económico de la titulización son muy diversos de modo tal que existen países con un volumen muy apreciable de emisiones de valores de titulización, mientras otros no tienen un desarrollo efectivo de esta técnica financiera.

- 13^a. Existe un amplio grado de dispersión en el nivel de desarrollo económico de la titulización en Iberoamérica porque mientras que algunos países presentan volúmenes notables de emisiones (p.ej. España), otros aún no han realizado ninguna operación de este tipo. A su vez, entre los que conocen operaciones de titulización, algunos países han experimentado un crecimiento constante de aquellas operaciones (p. ej. Brasil) mientras que otros países (p.ej. Argentina) han experimentado grandes oscilaciones acordes con su evolución económica general o con circunstancias específicas de sus mercados financieros.
- 14^a. El grado de desarrollo de la regulación de la titulización es dispar y corre parejo con el nivel de desarrollo económico de la misma. De modo tal que algunos países disponen de una normativa específicamente dedicada a la titulización, nacida en la década de los noventa y ubicada en el marco de la regulación de los respectivos mercados de valores (p.ej. España); mientras que otros países carecen de un régimen específico de titulización, aun cuando algunos de ellos cuentan con proyectos legislativos (p.ej. El Salvador).
- 15^a. La titulización ha seguido un proceso expansivo que, naciendo en la mayor parte de los casos de la titulización de activos relacionados con el crédito inmobiliario o hipotecario, se ha expandido a la titulización de otros activos vinculados con el consumo o con la financiación empresarial. Esta expansión ha afectado tanto a los tipos de activos titulizados como a las empresas beneficiadas por la titulización y, así, la maduración de los diferentes mercados de valores ha llevado a crear

fondos de titulación especializados por el tipo de activos que se titulan (p.ej. los créditos hipotecarios) o por las clases de empresas que actúan como deudoras originarias de los créditos titulizados (p.ej. las PYMES).

- 16^a. En el área iberoamericana, encontramos dos tipos de vehículos o instrumentos jurídicos para la titulación de activos que son las sociedades y los patrimonios sin personalidad jurídica (fideicomisos y fondos, principalmente). Algunos Ordenamientos contemplan ambos instrumentos (p.ej. Perú), mientras que otros admiten, únicamente, los fondos (p.ej. España).
- 17^a. Cuando se opta por la estructura de sociedades, estas se presentan, en todos los países iberoamericanos objeto de este Estudio que cuentan con una regulación específica (p.ej. Chile o Perú), como sociedades anónimas especiales caracterizadas esencialmente porque su objeto consiste en administrar patrimonios separados de titulación integrados por activos crediticios y con cargo a los cuales se emiten valores de titulación de renta fija. Los patrimonios de titulación administrados están separados —a efectos legales y contables— del patrimonio de la sociedad tituladora que los gestiona. Estos patrimonios de titulación pueden ser abiertos mediante la fusión por absorción de nuevos patrimonios.
- 18^a. Cuando se opta por la estructura de fideicomisos (p.ej. Argentina), la su gestión corre a cargo de la entidad fiduciaria. Si se opta por la estructura de los fondos (p. ej. España), es imprescindible la presencia de una sociedad gestora cuyo objeto social exclusivo consiste, precisamente, en la administración de este tipo de fondos de titulación y opera sobre la base del siguiente esquema funcional: El acreedor o acreedores que quieren titular sus créditos los ceden onerosamente a un fondo de titulación, carente de personalidad jurídica y administrado por una sociedad gestora. Este fondo, cuyo activo está constituido por los créditos cedidos, actúa como un mecanismo de transformación financiera que, con cargo a dicho activo, emite valores de renta fija (bonos de titulación) que constituyen su pasivo.

- 19^a. Los fondos de titulización pueden ser cerrados (p. ej. así sucede en España con los FTH) o abiertos (posibilidad contemplada en el Derecho español para los FTA). Un fondo de titulización cerrado es aquel cuyo patrimonio permanece inalterado desde el momento de su constitución y en cuanto a su contenido esencial, sin perjuicio de las alteraciones accesorias que pueda experimentar su activo. Un fondo de titulización abierto es aquel cuyo patrimonio puede verse modificado esencialmente, con posterioridad al momento de su constitución, en su activo o su pasivo; sin perjuicio de que pueda experimentar las modificaciones accesorias previstas para los fondos cerrados.
- 20^a. En los países iberoamericanos, la estructura de gestión de los vehículos de titulización está directamente condicionada por el tipo de vehículo que se utilice, de entre los admitidos legalmente. Así, si se opta por el fondo de titulización, en forma de fideicomiso u otra forma de patrimonio separado, su falta de personalidad jurídica impone la presencia de una sociedad gestora que se suele constituir como sociedad de capital con un objeto social exclusivamente dedicado a la gestión de fondos de titulización. Si se opta por la sociedad de titulización, la gestión recae sobre sus administradores organizados conforme al sistema propio del tipo social que se elija.
- 21^a. En los países iberoamericanos participantes de este Estudio, por regla general, son los bancos y demás entidades de crédito y financieras autorizadas para realizar operaciones bancarias activas de préstamo o crédito quienes actúan como acreedores originarios de los activos titulizados. Según vimos, dada la vinculación inicial de la titulización a los créditos hipotecarios, han sido los bancos y las restantes entidades de crédito dedicadas a este tipo de créditos quienes han tenido un mayor protagonismo como “originadores” del proceso de titulización.
- 22^a. El activo de los vehículos de titulización está constituido por los créditos que les ceden los “originadores”. La extensión de la titulización a todo tipo de créditos, con garantía hipotecaria, procedentes del consumo, etc. hace que exista una gran variedad potencial de deudores originarios que actúan como prestatarios o acreditados en

las operaciones bancarias activas, pudiendo ser personas físicas o jurídicas, con estatuto empresarial o particular. En todo caso, destaca la presencia de PYMES como un grupo específico de deudores originarios que pueden beneficiarse de los efectos de la titulación.

- 23^a. Los créditos susceptibles de titulación son, predominantemente, los procedentes del mercado hipotecario, sin perjuicio de su extensión progresiva a otros ámbitos vinculados al consumo en general o a operaciones de arrendamiento financiero. En particular, destaca la posibilidad de que los créditos que ostentan los bancos y demás entidades de crédito frente a las PYMES a resultas de operaciones bancarias activas de préstamo o crédito puedan ser cedidos a vehículos de titulación.
- 24^a. Los créditos se integran en los vehículos de titulación —fondos, fideicomisos o sociedades— mediante su cesión onerosa por la que la entidad cedente (el banco u otra entidad de crédito que es titular de los créditos cedidos en virtud del contrato bancario antecedente) cede los créditos al vehículo a cambio de dinero que integrará en su proceso financiero típico para otorgar nuevos créditos que le permitan obtener el margen de intermediación que constituye su principal ingreso. Las cesiones de créditos deben cumplir los requisitos comunes establecidos en los Códigos Civiles o Comerciales y, además, las específicas que impongan, en su caso, las normas específicas sobre titulación. También se han creado mecanismos “ad hoc” de cesión de crédito (p. ej. en España, la participación hipotecaria o el certificado de transmisión hipotecaria), que pueden servir para salvar la dificultad de reformar elementos tan sustanciales y asentados del ordenamiento jurídico de un país como lo es el Código Civil o Comercial. La firmeza de las cesiones de los créditos puede venir afectada en situaciones de insolvencia de la entidad cedente cuando los acreedores de la misma prueben que aquella cesión se hizo en fraude de sus créditos.
- 25^a. El pasivo de los vehículos de titulación está integrado en la mayor parte de los casos por valores de renta fija garantizados por los

créditos cedidos a los respectivos vehículos y que integran sus patrimonios. Estos valores de titulización se emiten, por regla general, en forma de oferta pública y, por lo tanto, quedan sometidos al previo cumplimiento de los requisitos de verificación y registro por las respectivas autoridades supervisoras de los mercados de valores.

- 26^a. Los destinatarios naturales de los valores emitidos por los fondos y sociedades de titulización son los inversores institucionales, tales como los fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, entidades financieras; sin perjuicio de que los valores de titulización puedan ser adquiridos por todo tipo de inversores.
- 27^a. Los valores emitidos por las sociedades, fideicomisos o fondos de titulización se colocan, por regla general, a través de oferta pública, por lo que en estos casos deben cumplirse los requisitos en cada país se establecen para realizar dicha oferta. También es posible, en determinados países, realizar colocaciones privadas de los valores de titulización.
- 28^a. Por regla general, los valores de titulización deben ser admitidos a negociación en un mercado secundario de valores, bursátil o de otro tipo y la mejora crediticia de los valores de titulización queda en manos de las entidades implicadas, sin perjuicio de que, en determinados casos, se exija que los valores emitidos cuenten con instrumentos de mejora crediticia.
- 29^a. En algunos países, y para todas o determinadas categorías de valores de titulización, se exige que se realice su “rating” o calificación crediticia y que esta alcance determinados niveles de calidad. Asimismo, suele exigirse la actualización periódica de la calificación realizada.
- 30^a. En el área iberoamericana se contempla cómo el nacimiento de los procesos de titulización parte de la simultaneidad de dos actos jurídicos diferenciables que son la cesión de los créditos al activo de la sociedad o fondo de titulización y la emisión de valores que constituyen

el pasivo de estos vehículos especiales de titulación. Pues bien, ambos actos están sometidos a control público que se traduce en el cumplimiento de los requisitos comunes a las emisiones y ofertas públicas de valores (fundamentalmente, la elaboración de un folleto informativo) ante las entidades supervisoras de los respectivos mercados de valores. Por otro lado, el desarrollo y la extinción de las sociedades o fondos de titulación también está supervisada por las autoridades públicas que supervisan los mercados de valores. Además, estas autoridades deben coordinar sus labores con las autoridades de supervisión bancaria porque estas últimas están directamente implicadas en la vigilancia de los procesos de titulación desde el momento en el que tales procesos suelen implicar —como acreedores originarios— a entidades de crédito supervisadas por aquellas autoridades e inciden en mercados crediticios —tales como el mercado hipotecario— vigilados por las mismas.

III. SOBRE EL MODELO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS PARA MEJORAR LA FINANCIACIÓN DE LAS PYMES QUE SE PROPONE

- 31^a. De la parte que el Informe de COSRA de 2006 sobre las PYMES en las Américas dedica a la mejora de su financiación mediante la titulación cabe deducir que son los modelos desarrollados en los Estados Unidos de América y en España los que mayores posibilidades de expansión presentan.
- 32^a. Por lo anterior y dadas las razones de compatibilidad jurídica, el modelo que sirve de referencia al que se propone a los países iberoamericanos es el articulado en España en torno a los Fondos de Titulación de Activos para favorecer la financiación empresarial (FTPYMES), creados por una Ley de 1998 y desarrollados por sucesivos Ordenes del Ministro de Economía y Hacienda, la última de las cuales —que es la vigente— data de 2007.
- 33^a. La regulación del mecanismo de titulación de activos para favorecer la financiación de las PYMES puede ser independiente o estar

integrada en las leyes generales de titulización de activos. En ambos casos, resulta recomendable que se regule como una aplicación específica de la titulización de activos en general.

- 34^a. Cada país puede optar por emplear sociedades, fondos o fideicomisos como vehículos de titulización de activos para favorecer la financiación de las PYMES o por permitir simultáneamente diversos tipos de vehículos. Cuando ya exista regulación específica de la titulización en general, conviene que el modelo se adapte al vehículo o vehículos ya permitidos. Cuando no exista aquella regulación, parece que el fondo es el vehículo más adecuado porque facilita la separación patrimonial de los activos cedidos y los valores emitidos. En todo caso, se constata que todos los vehículos que se emplean en los países implicados en este Estudio comportan la creación de patrimonios autónomos y separados a los efectos de su responsabilidad y, en particular, ante situaciones de crisis económica (quiebra o concurso) de las entidades cedentes de los créditos y, en el caso de sociedades con una adecuada separación contable patrimonial.
- 35^a. En la mayor parte de los países implicados en este Estudio, las sociedades securitizadoras o gestoras de vehículos de titulización son entidades especializadas cuyo objeto social exclusivo consiste en la gestión de las estructuras de titulización. Sin perjuicio de ello, en algunos países se constata que también pueden gestionar vehículos de titulización las sociedades gestoras de fondos comunes de inversión. Por consiguiente, el modelo que se propone debe dar cabida a las dos posibilidades para que cada país opte por la que resulte más conveniente a su situación tomando en consideración tanto las circunstancias específicas de su mercado de valores como la eventual actuación de conglomerados financieros multinacionales.
- 36^a. Dado que el modelo que se propone se basa en que los Estados o los Organismos Multilaterales avalen los valores que emitan los vehículos de titulización, debe garantizarse que sólo puedan beneficiarse de este empleo de recursos públicos las empresas que, en cada país, merezcan la calificación de MIPYMES o PYMES y cumplan los

requisitos legales para su constitución y funcionamiento. Por ello, las entidades de crédito podrán ceder a las sociedades, fondos o fideicomisos que actúen como vehículos de titulización los créditos que resulten de operaciones bancarias activas de préstamo o crédito a las MIPYMES o PYMES.

- 37^a. En relación con lo anterior, el modelo que se propone es de titulización indirecta de los créditos derivados de la financiación bancaria a las MIPYMES o PYMES por considerarlo más adecuado a las características de los sistemas financieros iberoamericanos y por responder al modelo de FTPYME que se ha tomado como referencia. Sin perjuicio de ello, dejamos constancia del interés de algunos de los países implicados en este Estudio en la eventual ampliación del modelo para permitir la titulización de los créditos que ostenten las propias PYMES o la titulización de los créditos que ostenten determinadas Organizaciones no gubernamentales autorizadas para conceder créditos a las MIPYMES o PYMES.
- 38^a. El mecanismo de titulización de activos para favorecer la financiación de las PYMES debe programarse mediante convenios normalizados entre las distintas partes que intervienen. Así, el Estado o el Organismo Multilateral que vaya a avalar los valores resultantes de la titulización debe suscribir dos tipos de convenios:
- a) Primero, con las entidades de crédito que vayan a celebrar operaciones de financiación de las PYMES. En este convenio, se les exigirá que comprueben que las entidades acreditadas son PYMES y que reinviertan —total o parcialmente— la liquidez que obtengan por la cesión de aquellos créditos a los vehículos de titulización en conceder nueva financiación a las PYMES. Así se garantiza la existencia de un “circuito cerrado” de financiación bancaria para las PYMES y que el aval público no acabe beneficiando, indirectamente, a otro tipo de empresas.
 - b) Segundo, con las sociedades de titulización o las gestoras de fondos de titulización. En este convenio, se les exigirá que cumplan

los requisitos específicos de este tipo de sociedades o fondos de titulización y, a cambio, se les permitirá usar las siglas y marcas especialmente registradas.

- 39^a. El modelo debe establecer mecanismos eficaces que garanticen el cumplimiento de las obligaciones asumidas en los respectivos convenios tanto por las sociedades de titulización, por las sociedades gestoras de fondos de titulización o por las entidades fiduciarias como por las entidades de crédito. De tal modo que los incumplimientos de tales obligaciones, cuando revistan gravedad, deben sancionarse con la expulsión de los programas de titulización y con la devolución de los beneficios obtenidos en las operaciones afectadas por los incumplimientos.
- 40^a. Una vez establecido el marco de relaciones entre los sujetos, la titulación de activos para favorecer la financiación de las PYMES pasa por tres fases:
- a) La primera fase estará constituida por la celebración de las operaciones bancarias activas entre las entidades de crédito autorizadas para operar como tales en cada país y las empresas calificadas como MIPYMES o PYMES. Deben ser negocios bancarios regulares entre entidades y empresas registradas. Es conveniente que se produzca una normalización o estandarización de las condiciones y características de los préstamos o créditos bancarios a las MIPYMES o PYMES para facilitar su cesión a los vehículos de titulización.
 - b) La segunda fase estará constituida por la cesión de los créditos por parte de los bancos acreedores a los vehículos de titulización. Esta cesión de créditos seguirá las normas generales que, en cada país, establezcan su Código Civil o Código de Comercio. En todo caso, debería dictarse una legislación especial que garantizara la firmeza de las cesiones en caso de insolvencia sobrevenida del acreedor originario para que los adquirentes de los valores emitidos no se vieran afectados por tales incidencias. La cesión

de los créditos debe ser plena y total, pudiendo arbitrarse distintos mecanismos (valores subordinados, sobrecolateralización, suministros transitorios de liquidez, etc.) para mantener el interés de las entidades de crédito cedentes en el destino de los créditos cedidos.

- c) La tercera y última fase estará constituida por la emisión de los valores por parte del vehículo de titulación. Estos valores deberán cumplir los requisitos propios de la oferta pública, estar calificados por una agencia de calificación crediticia y estar admitidos a negociación en un mercado secundario.

41^a. Por último y, aunque no existen aún experiencias al respecto en los países iberoamericanos, dentro del modelo propuesto cabe sugerir la realización de análisis periódicos sobre el impacto real de estas medidas, una vez que están implantadas, en la cuantía y abaratamiento de la financiación bancaria a la PYME. Sin obviar las dificultades de aislar el efecto de este factor de otros como la situación del ciclo económico, resulta imprescindible llevarlo a cabo tanto desde un punto de vista de gestión del “gasto público” como para evaluar la eficiencia de una medida de política económica.