



Titularización: Captación de crédito en el mercado

La titularización se ha vuelto un tema de interés nacional. Para el país es una cuestión complicada que requiere de conocimiento técnico y experiencia. En el país no se han realizado aún este tipo de operaciones financieras, por tanto, no se tiene práctica en su administración. Es necesario explicarlo, porque si el gas se titulariza es mejor que nos esforcemos por entender algo de lo que esta operación implica.

Todo en economía tiende a vivir en una constante de subidas y bajadas, la crisis actual está expresada en la profunda recesión de la economía boliviana y ésta debe ser entendida como parte de esta dinámica total en que el fenómeno económico se desenvuelve, en algún momento dejaremos de tocar fondo si actuamos con eficiencia.

Del mismo modo, la mayoría de los mercados en el mundo están experimentando desalentadores resultados, el caso más sobresaliente y de mayor conexión con nuestro débil sistema económico es Norte América que experimentará índices insignificantes de crecimiento del orden del 2,5% del PIB, sin tomar en cuenta las imprevisibles consecuencias de los últimos acontecimientos, pero como vimos después de los atentados se experimentó una baja sostenida en los mercados de capitales del mundo que no se registraba desde hace décadas. Sin embargo, las oportunidades de negocios se abren también en estados de guerra, es por ello que al inicio de la segunda semana de la reapertura de los mercados hay un dinamismo sorprendente.

A pesar de estos vaivenes financieros, los datos de la Comisión Económica para América Latina (CEPAL) y de los analistas especializados, reflejan que el mayor efecto negativo en nuestro mercado lo sufriremos a través de la desaceleración del comercio exterior, restringiéndose los volúmenes exportados y bajando los precios. Fenómeno que influirá directamente en la potencialidad del sistema para alcanzar niveles crecientes de reproducción de la capacidad productiva.

Además se considera que el decrecimiento del comercio exterior en toda América Latina será mayor al 15%, proyectado por la CEPAL, respecto del año pasado. A pesar del desempeño positivo de las economías brasilera, dominicana, y chilena que oscilarán sobre un 4 % de crecimiento en su producción medida por el PIB, la región tendrá un crecimiento global de 3%, afectada por la crisis argentina, boliviana, ecuatoriana, mexicana y colombiana. Pero quienes influyen para que esta crisis sea mayor, son los índices de crecimiento de los mercados estadounidenses, mexicanos y europeos, que no llegarán a más de 2% en sus productos internos brutos, decrecimiento que puede ser mayor a raíz de la crisis mundial que generará la guerra contra el terrorismo declarada por los norteamericanos y sus aliados europeos y asiáticos en septiembre.

Para una situación como ésta, donde los canales de financiamiento interno se constriñen, las exportaciones bajan, los precios de todos los productos caen -hasta el petróleo sufre bajas estrepitosas- la única perspectiva está en apostar en la creatividad, disciplina fiscal, estímulo a la inversión y el ahorro interno. Ello solo se puede lograr con un sistema financiero estable y que ofrezca credibilidad a los inversionistas.

En esta misma lógica la Superintendencia de Pensiones, Valores y Seguros, en los últimos días ha presentado el Reglamento para los procesos de titularización. Esta operación se constituye en una herramienta efectiva para el proceso de captación de recursos financieros bajo el concepto de transformación de activos y bienes (en el país existen muchos improductivos), en valores negociables en el mercado financiero, con el objetivo de obtener mayor liquidez en condiciones competitivas de mercado, con la consecuente reducción de los costos financieros, ya que este proceso compromete activos y bienes cotizados en el mercado, sin incurrir en el típico endeudamiento externo.

Este reglamento responde a las iniciativas del gobierno para dar una opción al Estado y a las empresas privadas frente a la crisis financiera que atraviesa el país; en este sentido, la Cooperativa de Cemento (COBOCE) con deudas en mora y sin liquidez, y con una cartera vencida muy alta ha iniciado esta operación esperando lograr la liquidez necesaria para salir de su situación de desfinanciamiento. De igual forma, el gobierno ha considerado la posibilidad de obtener recursos para superar la difícil situación financiera del país, titularizando parte de la futura venta de gas.

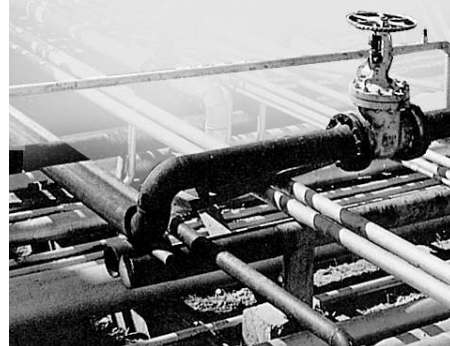
¿Sirve o no titularizar la futura venta de gas?

La titularización se ha vuelto un tema de interés nacional. Para el país es una cuestión complicada que requiere de conocimiento técnico y experiencia. En el país no se han realizado aún este tipo de operaciones financieras, por tanto, no se tiene práctica en su administración. Es necesario explicarlo, porque si el gas se titulariza es mejor que nos esforcemos por entender algo de lo que esta operación implica.

El origen de la palabra titularizar está inspirada en el instrumento de valor bursátil que no es otra cosa que la compra de un valor en papel, o sea, un documento emitido públicamente que otorga un derecho sobre una parte de un patrimonio o bien determinado. En el proceso al que nos referimos, una entidad pública o privada, puede obtener recursos financieros con la relativa certeza de la recepción de ingresos futuros. Un compromiso que, como se verá, no se muestra como deuda para la entidad "originadora" (la que titulariza activos o bienes y recibe el efectivo) pero que introduce obligaciones de pago que, en definitiva, son una deuda a favor de la entidad que entrega el dinero.

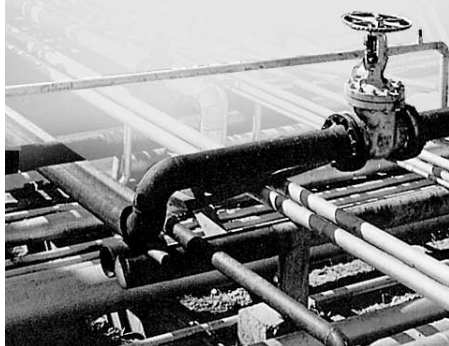
En este sentido, un banco, por ejemplo, puede titularizar su cartera de préstamos vendiéndola a un ente intermediario denominado "titularizador". Este compra la cartera porque ve en ella la posibilidad de una ganancia. El cobro de las deudas se realizará, dentro de las mismas modalidades que el banco lo hubiese realizado. Pero esta recuperación, supone un

El origen de la palabra titularizar está inspirada en el instrumento de valor bursátil que no es otra cosa que la compra de un valor en papel, o sea, un documento emitido públicamente que otorga un derecho sobre una parte de un patrimonio o bien determinado. Una entidad pública o privada, puede obtener recursos financieros con la relativa certeza de la recepción de ingresos futuros.



tiempo de espera y "el tiempo es oro" en finanzas. Por ello, el "titularizador" recupera con celeridad el dinero que entregó, emitiendo títulos valores de deuda (por esta emisión el proceso recibe su nombre) que incorporan una tasa de interés y que son comprados por "inversionistas". Estos últimos valoran la calidad del título con relación a las características de la cartera, la capacidad y garantías que el "titularizador"

No sabemos en este momento cómo se utilizará el dinero proveniente de la titularización de la venta del gas. No existe aún el proyecto de factibilidad que garantice los retornos que justifiquen esta millonaria inversión. En consecuencia, el primer paso debe ser realizarlo.



demuestre. Los cobros de las deudas representadas en la cartera los utilizará para redimir los títulos que vende. Por lo tanto, el banco en cuestión gana liquidez inmediata, elimina de sus estados financieros la obligación que tenía con sus deudores y registra un ingreso en efectivo. El "titularizador" obtiene una comisión que le cobra al banco equivalente a una tasa de interés de mercado, recupera su capital con la venta de los valores y gana otros ingresos colaterales. Simple ¿verdad?

Este enredo se vuelve aún más complicado, cuando hablamos de un flujo futuro por la venta de gas que aún no está materializado y que sigue un proceso equivalente al de la cartera de nuestro ejemplo anterior. Se dice, que en este proceso no se incurre en deuda alguna, porque se venden flujos futuros, y las cuentas no registran aumento de la deuda pública, puesto que el Estado recibe dinero de inmediato, aunque a cambio renuncia al dinero que hubiese recibido por la venta de gas en los años venideros. Al comprometer los ingresos futuros es una especie de deuda, más aún si las comisiones de la transacción pueden superar los costos financieros de una operación tradicional de crédito.

Una entidad "titularizadora" se interesa en comprar flujos futuros porque la operación le permite una ganancia descontada con una tasa de interés de mercado o de operaciones similares realizadas internacionalmente. Este "titularizador" tendrá que asegurarse con garantías que le otorgue el Estado, o con una póliza de seguro que respalde que el flujo futuro por la venta del gas llegará a sus manos. Estos pasos significan un costo asumido directa o indirectamente por el Estado. Si todo va bien, el "titularizador" venderá los títulos para recuperar inmediatamente el dinero y pagará a los inversores que le compraron los títulos que emitió con el dinero que hubiese recibido el Estado por la venta de gas.

Con mayores elementos prudenciales de seguridad o garantía y otros detalles, esta es la forma cómo la titularización puede funcionar.

Sin embargo, el tema de importancia no radica en este mecanismo financiero, sino en el uso que el Estado (también el Banco del primer ejemplo) realice del dinero recibido en primera instancia. Puede que se invierta en un excelente proyecto de alta rentabilidad o puede que no. Para saber con cierta precisión cual será el mejor resultado esperado, se necesita de un estudio profundo, serio y minucioso del uso productivo, y ante todo rentable, que se le dará a esos recursos.

No sabemos en este momento cómo se utilizará el dinero proveniente de la titularización de la venta del gas. No existe aún el proyecto de factibilidad que garantice los retornos que justifiquen esta millonaria inversión. En consecuencia, el primer paso debe ser realizarlo. Por ejemplo, si se requiere utilizarlos en la construcción de carreteras, se debe tener en cuenta que estos son proyectos de largo plazo, y que los efectos favorables que desencadenan solo se sentirán en el mismo plazo. Por lo tanto, el uso del dinero en este tipo de tareas no es el más aconsejable.

Por el contrario, si se tiene el apoyo de organismos internacionales para impulsar la titularización del gas y su ingeniería financiera, se podría realizarse en un tiempo relativamente corto. Nuestra poca experiencia no es un óbice para su efectivización. No poseer la claridad acerca de la utilización de estos

elevados recursos para nuestra economía es una enorme barrera a vencer. Por tanto, lo que se exige es transparencia y honestidad en el proyecto a invertir.

Algunas cuestiones sobre la mesa

¿En qué quedarían los contratos de precios en los que estamos vendiendo el gas?

En realidad el Estado boliviano lo que va hacer es traspasar aquellos flujos futuros a favor de un tercero, ese tercero, no negocia prácticamente nada porque se le está dando un paquete hecho, ese paquete significa que va a tener cierto precios, ahora puede haber cierto riesgos porque se está comprando un flujo futuro a precios de hoy, lo cual ya es un riesgo; por eso dice que el Estado no corre ningún riesgo, ni deuda, en los libros no aparece como deuda porque están empeñando bienes o activos, pero el que va asumir la deuda es el que compre el flujo futuro.

¿Cómo se fijan esto precios y tasas de interés?

Se han establecido ciertos parámetros -yo los veo demasiado inflexibles- lo que se puede hacer especialmente en la época en que vivimos es a llevar la definición al mercado, es decir, hay un precio de mercado y estos precios nos pueden dar una referencia y de esta manera medir el riesgo.

¿Ese riesgo puede ser monetizado?

El riesgo va a estar en función de lo que se pueda prever, ahí el riesgo se monetiza aumentando en función de la realidad y ese es el costo de la titulación. Si hay mucho riesgo entonces subirá la tasa de interés, es decir, se va a cobrar un poco más de lo que se prevé recibir.

¿Por qué no manejamos un endeudamiento tradicional y no complicamos más nuestra situación?

La verdad es que lo más importante es que en este tipo de mecanismos se manejan en determinados organismos, tendríamos apoyo de estos organismos internacionales como el BID, Banco Mundial, CAE, entre otros. Entonces esos mecanismos podrían aplicarse relativamente bien en un cierto tiempo, pero el asunto está en que se van a preguntar y ese dinero para qué va a servir, además se lo va a preguntar el inversor, porque es un dinero que debe tener el respaldo suficiente, con un retorno en un tiempo relativamente razonable, para que se pueda pagar lo que se está titularizando.

No olvidemos que la titularización es un crédito en el mercado, y para tal efecto necesitamos una aprobación o un aval del propio mercado para hacer realizables los títulos emitidos ■