

I. DERECHO MERCANTIL

TITULARIZACIÓN EN LA REPÚBLICA DE PANAMÁ: INSTRUMENTO JURÍDICO FINANCIERO DE APOYO PARA LA EXPANSIÓN COMERCIAL

Juan Armengol

Universidad Santa María la Antigua
Facultad de Derecho y Ciencias Políticas
E-mail: argolcliente@gmail.com

Índice

RESUMEN (ABSTRACT)

PALABRAS CLAVES (KEYWORDS)

INTRODUCCIÓN

- I. JURISDICCIONES QUE EXPONEN EL CONCEPTO DE LA ESTRUCTURACIÓN DE VEHÍCULOS FINANCIEROS Y PARTICULARIDADES RELEVANTES DEL PROCESO
- II. COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURACIÓN JURÍDICO FINANCIERA DE VALORES EN AMÉRICA LATINA.
- III. LA EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN EN PANAMÁ
- IV. CONCLUSIONES
- V. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

RESUMEN

El presente aporte de investigación dogmática documental, tiene como objetivo general adentrarse en la naturaleza de la titularización como una estrategia jurídico financiera que coadyuva en el fortalecimiento de las personas mercantiles, para lograr su expansión en los mercados locales e internacionales. Dicha presentación se hace exponiendo o confrontando el trabajo efectuado por el legislador foráneo con los objetivos específicos de los puntos que aluden a la titularización en la ley de la República de Panamá, como las siguientes: la resolución N° 880 del 12 de enero de 1995, Texto Único de la Ley de Valores, Ley 1 del 8 de julio de 1999, y Acuerdo 3- 2017, del 5 de abril de 2017, así como también poder evidenciar el comportamiento del mercado de capitales nacional en virtud de la utilización de esta herramienta en su modalidad denominada titularización por sector.

PALABRAS CLAVES

Activos, Acciones comunes, Acciones preferidas, Bonos, Futuros, Notas del tesoro, Opciones, Securitización, Securitizados, Titulización, Titularización, Valores comerciales negociables, Valores derivados, Vehículos para propósitos especiales, Valores de renta variable.

ABSTRACT

The present contribution of dogmatic documentary research, has as general objective to enter in the nature of the securitization as a legal financial strategy that contributes in the fortification of the mercantile persons, to achieve its expansion in the local and international markets. Said presentation is made exposing

or confronting the work carried out by the foreign legislator with the specific objectives of the points that refer to the securitization in the law of the Republic of Panama, such as the following: Resolution No. 880 of January 12, 1995, Sole Text of the Securities Law, Law 1 of July 8, 1999, and Agreement 3- 2017, of April 5, 2017, as well as being able to demonstrate the behavior of the national capital market by virtue of the use of this tool in its modality called securitization by sector.

KEYWORDS

Assets, Bonds, Common Shares, Derivative Securities, Equity Securities, Futures, Negotiable commercial securities, Options, Preferred shares, Securitization, Special purpose vehicle, Treasury notes.

INTRODUCCIÓN

La integración de los mercados financieros constituye una realidad consumada la cual día a día se cimienta más; en virtud de dicha integración la forma en cómo se estructuran y comercializan los valores está evolucionando en la República de Panamá, dando paso firmes hacia equipar los distintos vehículos financieros con los mismos estándares de los mercados de capitales más dinámicos y exigentes de las economías más fuertes del mundo.

Toda persona cuyo “modus vivendi” se base en la materialización cotidiana de actos mercantiles o de comercio y por ende en liderar o gestionar operaciones diarias que conlleven el sostenimiento y expansión de una persona jurídica dedicada a cualquiera de los rubros que componen este campo, comprenden de forma acuciante que estos constituyen una realidad para la preservación de la esencia de la entidad comercial, fortaleciendo la consecución de capital dentro de los términos o lapsos de tiempo y lugar que la misma demanda.

En el presente documento el objetivo general es plantear la naturaleza del concepto de la titularización, así como exponer el trabajo efectuado por legisladores de jurisdicciones foráneas en función de este tema. Por su parte los Objetivos Específicos de este artículo, es exponer los puntos de la legislación panameña que hacen alusión al concepto de la titularización como lo son: a la resolución N° 880 del 12 de enero de 1995, Texto Único de la Ley de Valores mediante la Ley 1 del 8 de julio de 1999, el acuerdo 3- 2017, del 5 de abril de 2017, así como la evidenciar el comportamiento del mercado nacional en virtud de la utilización de esta herramienta jurídica financiera denominada titularización por sector.

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La titularización no constituye una realidad desconocida. En la actualidad y en la mayoría de los países del mundo, el legislador de cada una de las diversas jurisdicciones en donde titularizar constituye una realidad consumada, han definido con el apoyo de profesionales del rubro de las ciencias económicas y administrativas y dentro de los marcos regulatorios diferentes modalidades de reestructurar activos que por su naturaleza no son líquidos transfórmalos en valores comercializables en mercados de capitales; estos valores poseen características individuales diseñadas de conformidad a los requerimientos del emisor y en virtud de ello se define el tipo de instrumento financiero a emitir y la evaluación del riesgo del mismo, ya que este determinará el rendimiento que obtendrá el inversionista al adquirir un determinado

instrumento financiero. Es así pues que es importante el precisar que la República de Panamá, no escapa a esta realidad jurídica financiera denominada titularización.

En virtud de las líneas previamente esbozadas, surge una interrogante: ¿Cuáles son algunas de esas jurisdicciones de nuestro orbe que poseen un marco legal regulatorio que estipule los parámetros para materializar la estructuración y comercialización de los distintos vehículos financieros, con los diferentes nombres que puede recibir la titularización, según el tratamiento de otras legislaciones?, y ¿Cuál es el comportamiento de la titularización en el mercado de valores panameño?

I. JURISDICCIONES QUE EXPONEN EL CONCEPTO DE LA ESTRUCTURACIÓN DE VEHÍCULOS FINANCIEROS Y PARTICULARIDADES RELEVANTES DEL PROCESO

Australia.

La jurisdicción australiana no cuenta con un marco regulatorio per se en función de la emisión de vehículos financieros, esta acción de estructuración del instrumento financiero es denominada: “securitization” en el idioma inglés o “titulización” al ser traducido al castellano. La legislación aplicable que incide directamente sobre la titulización australiana es “The Corporations Act 201” en el idioma inglés o “Ley de las corporaciones 201” al ser traducido al castellano; a grandes rasgos esta cimenta su accionar sobre dos pilares: uno es la regulación de vehículos financieros estructurados de dos tipos que son la deuda, y el instrumentos de renta variable; y el segundo que norma a los actores principales en el mercado de valores australiano¹.

Un hecho que llama la atención del marco legal aplicable en este país es en la sección 9 de Ley prenombrada, y es que se define el concepto de obligación y sus implicaciones en donde en definitiva se detalla que se excluye la figura de obligación en la que una sociedad mercantil devuelva el dinero prestado por una persona a una sociedad mercantil, donde esta persona presta el dinero producto del curso ordinario de un negocio, y otro caso es que la sociedad mercantil que recibe dichos recursos monetarios en aras de materializar más negocios, esta acción de la recepción de los recursos de una tercera parte no constituye parte del negocio de préstamo de dinero o financiamiento. Este concepto se extiende a muchos programas de titulización debido a que en síntesis la comercialización de valores suele materializarse por profesionales de este rubro y el emisor no se encuentra en el modelo de negocio de brindar financiamiento; es así pues que una cantidad significativa de los valores titularizados en Australia, no serán regulados por la “The Corporations Act”, si no se encuentran dentro de los parámetros de esquema de inversión administrativa.

Existe un alto grado de afinidad entre de la titulización australiana y el “Stamp Duties Act 1920” por su descripción en inglés o “Ley de deberes de sellos” por su traducción al castellano. Aquí se evidencian las declaraciones del fideicomiso para efectuar las titulaciones (otro nombre con que se le puede denominar), en la transferencia de activos al vehículo de titulización, la concesión de un cargo sobre los activos del vehículo de titulización a favor del fideicomisario de seguridad entre otros aspectos. Esta ley ha sufrido modificaciones a medida que el tiempo ha transcurrido por ejemplo:

¹ UTZ, Clayton. *A Guide to the Law of Securitization in Australia. Fourth Edition. 2005.* Recuperado de: http://www.prac.org/newsletters/Securitisation_2005.pdf

- *En virtud de las obligaciones ya no representan o son consideradas como préstamo de valores. Por otra parte es de vital importancia el destacar que los préstamos de valores se imponen ante el evento de hipotecas o en definitiva cargos sobre la propiedad cuando la propiedad se encuentra localizada en Nueva Gales del Sur. Pero la gran parte de los activos financieros no son de propiedad imponible.*
-La concepción del concepto de titulización parte de la edificación de un fidecomiso y las declaraciones escritas o no del mismo llevan consigo aranceles de transferencia que oscilan hasta un 5.5% del valor de la propiedad imponible objeto del fidecomiso.

Viendo lo anterior, el mercado australiano se caracteriza por un significativo volumen de negociación de instrumentos de deuda dentro de los cuales se puede encontrar bonos, notas y papeles comerciales así como valores de renta variable.

Colombia

La jurisdicción colombiana define el concepto de estructuración de los diversos instrumentos financieros como “Titularización”. Al respecto se hace relevante precisar que este país consta de un marco regulatorio que si bien toca el tema de la estructuración de diversos instrumentos financieros, el alcance de la norma legal al tema fiscal de la titularización como es evidenciado por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público y el organismo adscrito a este ministerio, la Superintendencia de Valores donde mediante la Resolución Número 400 de 1995 en donde en virtud de este cuerpo legal se exponen la regulación puntual concernientes al Registro Nacional de Valores e Intermediarios y Oferta Pública, oferta pública de valores, de las entidades vigiladas (bolsas de valores), sociedades comisionistas de bolsa, fondos mutuos de inversión, sistemas de compensación y de información centralizada de operaciones, régimen sancionatorio por nombrar algunos.

Puntualizando en el rubro que constituye el norte del presente escrito se evidencia la presentación inicial sobre la titularización en el artículo 1.1.1.6, numeral 3 de la norma antes mencionada, que versa sobre requisitos especiales de inscripción, el cual hace alusión a los documentos emitidos en desarrollo de procesos de titularización entre los cuales podemos destacar: certificado de existencia y representación legal del agente de manejo de titularización y de la entidad originadora, con fecha de expedición no superior a tres meses, copia del reglamento del fondo y de la autorización impartida al mismo por parte de la autoridad de inspección y vigilancia, cuando a ello haya lugar, o del contrato de fiducia mercantil respectivo, descripción de los activos que conforman el patrimonio, e indicación del procedimiento seguido para su valuación, copia de los documentos que acrediten las garantías o seguridades que amparan los bienes movilizados, cuando sea del caso, el facsímil del título, el monto total de suscripciones del fondo común especial, de unidades de participación a emitir o títulos de contenido crediticios, relación de los costos a cargo del patrimonio (cuando fuere el caso), y relación de los gastos a cargo del patrimonio.

Es así pues que mediante las líneas previamente esbozadas se detalla los requisitos para el registro nacional de valores e intermediarios en virtud del desarrollo de un proceso de titularización.

De igual forma es importante el precisar que en la sección VI de la misma norma ya expuesta, específicamente la sección de oferta pública de valores emitidos en desarrollo de procesos de titularización en el artículo 1.2.4.63, se estipulan los criterios a cumplir en virtud del prospecto de colocación entre los cuales se pueden destacar: a) descripción de la naturaleza del patrimonio a cuyo cargo se emitirán nuevos valores especificando las características de los activos que lo conforman, el valor de los mismos y el método para su evaluación, b) los flujos de fondos proyectados por el agente de titularización en relación con el fondo o patrimonio que administra; c) mención de las garantías o seguridades que amparan los activos movilizados cuando ellas existan, d) margen de reserva entre el valor de los activos objeto de movilización y el valor de los títulos emitidos, cuando sea del caso, e) características, condiciones y reglas de la emisión entre otras. Sin embargo, no es hasta el título tercero en donde expone con mayor apertura el proceso de titularización los cuales se detallan en los artículos 1.3.1.1 creación de valores a partir del mecanismo de titularización, artículo 1.3.1.2 vías jurídicas, artículo 1.3.1.3 agentes de manejo de la titularización, artículo 1.3.1.4 bienes o activos objeto de titularización; así como en el capítulo cuarto titularización de cartera de créditos y otros activos generadores de un flujo de caja y los puntos que este contiene. Es así pues que se evidencia que en la jurisdicción colombiana se explica con bastante detalle el concepto de titularización, sus implicaciones y requerimientos para los actores que se ven inmersos en la misma.

Corea del Sur

Este país al que usualmente se percibe como una economía fuerte, y desde la que emergen importantes marcas reconocidas a nivel mundial, sobre todo en el desarrollo de la tecnología, tiene sus fortalezas jurídicas que brindan soporte a la actividad comercial. Así en esta jurisdicción el termino mediante el cual se expresa la estructuración jurídico financiera de valores se denomina: “securitization” en el idioma inglés o securitización por su traducción al castellano. La securitización toma forma mediante los: “Asset-Backed Securitization Act”, “Mortgage Backed Securitization Act” o activos respaldados por ley de securitización e hipotecas respaldadas por la ley de securitización (traducción al español)².

En esencia mediante estas leyes Corea del Sur pretende, como nación de dinámico movimiento económico y mercantil, potencializar la robustez del sistema financiero haciendo más eficientes los activos no rentables de las instituciones financieras que poseían altos grados de endeudamiento, mejorando esta condición a través de flujos de efectivo sostenible. Mediante las Hipotecas respaldadas por la ley de securitización se buscó obtener la consecución de financiamiento de viviendas con préstamos a largo plazo con la debida protección para los inversionistas que depositen su confianza en la securitización respaldada por hipotecas.

Entre los elementos que parecen importante destacar de la jurisdicción Surcoreana, en virtud de los activos respaldados por ley de securitización, se pueden mencionar en el capítulo II, artículo 3 el registro del plan de securitización, el cual ofrece la posibilidad de utilizar en este proceso de registro corporaciones extranjeras, a compañías con propósito especial o fideicomisos; este hecho resulta novedoso ya que la mayoría de las jurisdicciones utilizan normalmente la figura del fideicomiso para llevar a cabo el proceso de titularización, que debe estar sustentado en un plan que cuente con una serie de requisitos, entre los principales :

² Ministry of Government Legislation, (Korea Law in English). ASSET-BACKED SECURITIZATION ACT. 2011. Recuperado de: <http://www.moleg.go.kr/english/korLawEng?pstSeq=57358&pageIndex=13>

- Todos lo relativo al nombre de la corporación;
- Todos lo relativo al originador³,
- Duración del plan de securitización respaldado por activos,
- Asuntos concernientes a los activos de securitización relevantes tales como: tipos, cantidad total y valuación,
- Asuntos concernientes a valores respaldados por activos tales como: tipos, cantidad total y valuación,
- Asuntos concernientes a la administración, operación y disposición de los activos de securitización.

El artículo 6 de la Ley, concerniente al registro de transferencia de activos securitizados hace entender en su numeral tercero que para materializar esta acción se deberá cumplir con lo siguiente:

- Especificación del activo total securitizado,
- Método y plan de transferencia, fideicomiso o devolución de activos securitizados, método de pago del precio de los mismos,
- Si los activos securitizados constituyen reclamaciones, se cumplan o no los requisitos para la constitución contra la cesión de dichos créditos,
- Requisitos para la revocación de contrato por transferencia de activos securitizados.
- Si el cesionario tiene previsto enajenar los activos securitizados independientemente de que el cedente, tenga o no derechos preferentes sobre dicha compra. Este artículo posee una especial importancia dentro de la Asset- Backed Securitization Act, ya que cualquier persona o fideicomisario que prepare o estructure falsamente un registro de transferencia de activos, lista de documentos relacionados o que en definitiva haya puesto estos documentos a disposición del mercado será sancionado con prisión por un término no superior a tres años o con una multa monetaria. Como un dato curioso tomando como referencia el año 2017, el 73.1% de las transacciones securitizadas no se efectuaron mediante la presente ley mencionada en líneas previas ya que fueron colocaciones privadas, al mismo tiempo se puede apreciar también la riguridad con que esta legislación trata la actividad.

De igual forma es importante el destacar que los valores respaldados por activos que han sido estructurados y emitidos en ofertas públicas se les exige que efectúen una divulgación periódica de información: informes anuales, semestrales, trimestrales de conformidad a lo estipulado en la ley de mercado de capitales y el reglamento sobre la emisión y divulgación de valores.

Es así pues que mediante la divulgación de estos informes financieros se aporta diafanidad al proceso y los inversionistas pueden tomar decisiones basadas un análisis fundamental evaluando así el riesgo financiero del instrumento.

³ Persona individual o colectiva en interés de la cual se conforma un Patrimonio Autónomo y que se obliga a ceder al Patrimonio Autónomo a través de la Sociedad de Titularización los activos que integrarán dicho patrimonio. Autoridad del Sistema Financiero de Bolivia (ASFI). Recuperado /11/2018 de: <https://www.asfi.gob.bo/educacionfinanciera/imagenes/Cartillas%20Valores/CARTILLA%205.pdf>

Italia

La jurisdicción italiana define el mecanismo jurídico financiero de estructuración de los diversos vehículos financieros como cartolarizzazione (titulación). Esta figura ya esbozada adquiere en este foro tipicidad jurídica mediante la Legge 30 aprile 1999, n. 130 DISPOSIZIONI SULLA CARTOLARIZZAZIONE DEI CREDITI. Modifiche introducidas con legge n. 96 del 21 giugno 2017 (Ley 30 de abril de 1999, n° 130⁴ (Disposiciones sobre la titulación de Créditos, y los Cambios introducidos por la ley n. 96 de 21 Junio 2017), estableciendo en su artículo 1° que dicha ley se aplica a “alle operazioni di cartolarizzazione realizzate mediante cessione a titolo oneroso di crediti pecuniari, sia esistenti sia futuri, individuabili in blocco se si tratta di una pluralità di crediti” (a las transacciones de titulación realizadas mediante la transferencia de créditos pecuniarios, tanto existentes como futuros, para la venta, identificables como un bloque si se trata de una pluralidad de cuentas por cobrar).

Haciendo retórica de lo anterior y a modo de aclaración, la aplicación de la ley recae sobre la transacción de titularización que implique una cesión para la consideración de reclamos monetarios existentes o futuros bajo las condiciones o requisitos descritos en la norma. Es importante destacar que esta ley ha sido objeto de enmiendas. Puntualmente en el año 2014 se detalla que los SPV (Special purpose vehicle) o vehículos para propósitos especiales (traducido al español), son considerados por la legislación italiana como compañías huérfanas las cuales deben ser manejadas por otras compañías las que a su vez pueden ser: fondos de inversión, compañías de fideicomisos, compañías públicas o privadas, cooperativas, y otras de índole similar. En este sentido, puedan ser sustento para anticipar préstamos a:

- *Los prestatarios identificados por un banco o institución financiera de conformidad a lo estipulado en el artículo 106 del Decreto Legislativo 385 del 1 de septiembre de 1993.*
- *Inversores que opten por la modalidad de titulación y que se encuentren cualificados.*

Es importante el destacar lo consagrado en el artículo 3 de la legge n. 96 del 21 giugno 2017 en donde se deja ver lo concerniente a las compañías involucradas en transacciones de titulación al plasmar lo siguiente:

- *la sociedad compradora o cuando sea distinta de la sociedad emisora, la sociedad emisora de valores tendrá por objeto social la realización de una o varias operaciones de titulación.*
- *Los créditos correspondientes a cada transacción constituirán activos segregados a todos los efectos de los activos de la sociedad y de los activos correspondientes a otras transacciones. Ningún acreedor, salvo los titulares de los valores emitidos para financiar la adquisición de los créditos, podrá incoar un procedimiento en relación con cada conglomerado de activos. Mediante las líneas previamente descritas se evidencia los actores que materializan mediante su accionar cotidiano la figura de la titulación y el manejo de los créditos y su relación con los activos.*

⁴ <http://centotrenta.com/wp-content/uploads/2016/03/l-1999-130.pdf> Recuperado /11/2018

Otro aspecto que no se puede dejar de mencionar, aunque sea de forma breve es en función de lo establecido en el artículo 1, puntualmente en el párrafo 1088 de la ley de presupuesto de 2019 en donde el artículo séptimo de la ley de titulización italiana fue objeto de una enmienda en virtud del concepto que el prestatario/propietario de las reclamaciones puede restringir los reclamos, así como los derechos y activos que los protegen, y posee la posibilidad de crear una promesa sobre dichos derechos y activos.

De igual forma se estableció que la titulización puede contener una obligación del prestatario/propietario en virtud de exigencias de pagar a los vehículos para propósitos especiales de titulización todas las recaudado de las reclamaciones subyacentes.

En esencia esto se evidencia puntualmente cuando los vehículos financieros para propósitos especiales de titulización los cuales emiten notas para procurar el financiamiento de un préstamo a una entidad comercial la cual pagará el importe de este préstamo con lo recaudado de los cobros derivados de la cartera de reclamos sobre la cual esta entidad comercial, la cual por lo general es un banco, conserva la propiedad de la cartera de reclamos. Mediante este tipo de actividad mercantil se materializa la transferencia del riesgo en función de las reclamaciones subyacentes.

II. COMPOSICIÓN DE LA ESTRUCTURACIÓN JURÍDICO FINANCIERA DE VALORES EN AMÉRICA LATINA.

En este punto apreciará como los diferentes países de Latinoamérica en que se maneja la figura, tienen tanto puntos convergentes como divergentes.

Argentina

En este país la aplicación de la figura jurídica financiera denominada titularización se remonta al año 1995 cuando El Banco Hipotecario Nacional decidió concebir un mecanismo mediante el cual se pudiese ofrecer liquidez a los bancos que desempeñaban su actividad mercantil dentro del rubro de los créditos hipotecarios. De conformidad a lo expuesto en el Moody's Investor Service sobre Elaboración Asobancaria. La composición de los activos titularizados en Argentina para el año 2016 se dividen de la siguiente forma: 77% préstamos de consumo, 9% tarjetas de crédito y 14% otros.

Brasil

En el país lusófono sur americano se buscaban alternativas que ayudasen a hacerle frente a la problemática de las viviendas y en virtud de ello se concibió la *Companhia Brasileira de Securitização* (CIBRASEC) o la Compañía brasileña de securitización, cuyos orígenes se remontan al año 1997.

Esta actúa como intermediaria entre los rubros comerciales de la agroindustria, sector inmobiliario (originadores de crédito) y los inversionistas. De conformidad a lo expuesto en el *Moody's Investor Service*.

La composición de los activos titularizados en Brasil para el año 2016 se dividen de la siguiente forma: 67% cuentas por cobrar del rubro de la agroindustria, 9% valores respaldados por hipotecas comerciales, 9%, cuentas por cobrar, 5% valores respaldados por hipotecas residenciales, 5% flujos futuros, 4%

préstamos a consumo, 1% préstamos a estudiantes. Mediante las cifras esbozadas en líneas previas se evidencia la relevancia que tiene la agroindustria brasileña y su correlación con la estructuración de los vehículos financieros.

Colombia

En este país suramericano producto del acontecer económico y social del momento, no fue sino hasta finales del siglo veinte cuando empezaron a vislumbrar las primeras acciones de titularización puntualmente en el rubro hipotecario mediante las corporaciones de ahorro y vivienda. En la actualidad la cara de la titularización en Colombia es Titularizadora Colombiana la cual basa su accionar en función de las siguientes áreas:

- *Titularización Cartera Hipotecaria: - TIPS: los cuales son valores respaldados por una cartera hipotecaria con una tasa fija o indexada a la unidad de valor real con una maduración de 5,10 y 15 años según las necesidades del emisor. TIS: los cuales son valores sustentados en una cartera hipotecaria con una tasa fija y maduración a 10 años. -TECH: valores cimentados en virtud de una cartera hipotecaria bancaria improductiva superior a 120 días cuyo retorno potencial se cimienta en los flujos provenientes de la recuperación de activos. B- Titularización Cartera Libranza TIL: valores sustentados por una cartera de consumo descontando la libranza por originadores bancarios y no bancarios, la maduración del instrumento suele ser de 5 años⁵.*

En Colombia también se aprecia la figura denominada Titularización Cartera Comercial TER: consiste en valores sustentados en virtud de una cartera comercial de redescuento, cuya maduración se materializa en un lapso de 12 años. En esta latitud suramericana la composición de la cartera titularizada para el año 2016 se detalla de la siguiente forma: 94.5% cartera hipotecaria, 3.0%, cartera de redescuento, 2.4% cartera de consumo.

III. LA EVOLUCIÓN DE LA TITULARIZACIÓN EN PANAMÁ

La titularización en Panamá, no constituye una realidad desconocida en nuestro istmo ya que antes que fuésemos una república independiente, nuestra extensión territorial era objeto de titularizaciones para financiar una de las obras de ingeniería más importantes de la época, la construcción de un canal interoceánico obra que estaría liderada por el francés Ferdinand de Lesseps, cuyo costos se estimó en 600 millones de francos, y cuyo financiamiento se cimentó en los diversos vehículos financieros emitidos por la “Compagnie Universelle du Canal Interocéanique de Panamá, Societé Anonyme” o empresa universal del canal interoceánico de panamá, Sociedad anónima por su traducción al castellano. Uno de los primeros vehículos financieros estructurados que fue concebido para financiar este proyecto de ingeniería fue la “Part de Fondateurs au Porteur” o Cuota de fundador al portador por su traducción al castellano. En este documento físico fue concebido de conformidad a los estatutos aprobados el 20 de octubre y el 29 de noviembre de 1880 y el mismo expresaba que: “LE PRÉSENT TITRE DONNE DROIT: A une part de un Neuf Millième dans les Quinze pour Cent, attribués aux Fondateurs sur les produits nets ou bénéfiques de

⁵ ASOBANCA. *Semana económica 2018. Las titularizaciones: un vehículo para el crecimiento. Edición 1157. Octubre 2018. Recuperado de: <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/1157.pdf>*

l'Entreprise.” (En español: Este título otorga el derecho a una participación de nueve millones en el quince por ciento, atribuido a los fundadores de los productos netos o beneficios de la empresa). De igual forma es importante destacar que la “Compagnie Universelle du Canal Interocéanique de Panamá” emitió otros vehículos financieros estructurados con la finalidad de financiar el proyecto de la vía interoceánica tales como: Acciones, y obligaciones al portador.⁶ Es así pues que Panamá, desde antes de lograr su independencia ya era el escenario de estructuraciones jurídico financieras a las cuales el día de hoy se le denominan como titularización.

Posterior a 1903, una vez inicia la era republicana, tradicionalmente el comerciante nacional, acudía a la banca local para solicitar préstamos tradicionales garantizados por bienes muebles o inmuebles y en virtud de dicho préstamo el banquero exigía que se le pagase una tasa de interés; sin embargo a medida que los años fueron transcurriendo en nuestra joven república y las necesidades de capital se hacían mayores, constituía un hecho lógico el buscar nuevas y más eficientes formas de acceder al capital requerido por las entidades comerciales locales y es así pues que nace el concepto de la titularización propiamente tal en nuestro país. Culminando el siglo XX, concretamente a partir del 26 de junio de 1990 inicia operaciones la Bolsa de Valores de Panamá, lo que es una contribución importante para empezar a comercializar vehículos financieros estructurados como títulos valores.

También es de relevancia destacar el hecho de que en nuestro país, si bien la figura existe regulada, no es una regulación en propia ley, práctica, específica y adecuada dentro de la cual se pueda estructurar emisiones de títulos de valores a través de la técnica de titularización de activos; sin embargo, existen dos instrumentos legales ideales para asuntos bursátiles en donde se pueden enmarcar inicialmente los procesos de titularización hechos en forma seria y honesta; uno de estos es el fidecomiso, que bien sabido es el acto jurídico en virtud del cual una persona transfiere bienes a un fiduciario para que lo administre o disponga de ellos a favor de un beneficiario, constituye la vía ideal a través de la cual es posible titularizar activos. La constitución de un patrimonio autónomo, al cual se transfieran los activos movilizados para garantizar a los tenedores de valores los derechos inherentes a sus títulos, es un instrumento perfecto, para buscar el equilibrio e imparcialidad entre las partes y lograr beneficios para todos los intervinientes en el negocio financiero.

Y en segundo lugar los también ya antes mencionados fondos mutuos o sociedades de Inversión, reglamentadas por el Texto Único del Decreto Ejecutivo No.1 De 1999, y los acuerdos de la Superintendencia del Mercado de Valores; que no son más que personas jurídicas que mediante la expedición de certificados de participación se dedican a obtener dineros del público para ser invertidos por sus administradores en los mercados de valores con un retorno adecuado para los inversionistas. Como nos dice el Diario de publicación digital El Capital Financiero, “este instrumento tiene como ventaja que los mismos pueden permitir a los inversionistas más pequeños invertir y diversificarse, además de que representan una alternativa frente a las bajas tasas que actualmente ofrece el sector bancario.”⁷

⁶ Autoridad del Canal de Panamá. Historia del Canal: La Construcción del Canal Francés. Recuperado de: <https://micanaldepanama.com/nosotros/historia-del-canal/la-construccion-del-canal-frances/>

⁷ El Capital financiero. Fondos mutuos ofrecen el doble que plazos fijos. 2012. Recuperado de: <https://elcapitalfinanciero.com/fondos-mutuos-ofrecen-el-doble-que-plazos-fijos/>

Resulta una realidad acuciante la futura intervención de la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá y la Bolsa de Valores de Panamá, para definir los diversos aspectos sobre el mecanismo de titularización y establecer las pautas legales que constituyan el marco legal de estos procesos, a fin de crear las garantías adecuadas para proteger a los inversionistas del mercado doméstico.

Es así pues de que en nuestro país se pueden titularizar una amplia gama de activos y carteras entre los cuales podemos mencionar: hipotecas de los bancos locales, carteras de préstamos personales o de vehículos otorgados por financieras, contrato de leasing, cuentas de tarjetas de crédito, cartera de facturas por nombrar algunos.

Es importante señalar que para poder llevar a cabo la titularización de una manera acertada se debe tener presentes dos elementos esenciales:

- *Que produzcan un flujo de caja permanente que sea estadísticamente predecible.*
- *Que la cartera a titularizar genere un rendimiento superior al que se le pagará a los inversionistas. También es relevante delimitar las partes que intervienen en una titularización, ya que cada una juega un rol de suma importancia en el transcurso de este proceso, los cuales son reconocidos en la doctrina como:*
 - ***El originador.*** *Siendo la compañía o institución que dispone de los activos para titularizar, por ejemplo, en el caso de una titularización inmobiliaria un terreno y los planos de las mejoras a ser construidas o en el caso de un banco una cartera crediticia de préstamos hipotecarios. Este originador, como su nombre lo dice, origina la operación con el fin de obtener fondos, y como tal debe hacerse constar de ciertas características como los son:*
 - *Que esta sea homogénea, es decir que se maneje sobre un solo producto de inversión; dicho en otros términos que no se mezclen préstamos hipotecarios con comerciales o de autos, verbigracia;*
 - *Que los flujos sean predecibles en cuanto tiempo y modo, por ejemplo que toda cartera sea a 20 años y con pagos mensuales a capital e intereses; y*
 - *Que la morosidad sea baja.*
- ***Agente de Manejo.*** *Es el receptor o la entidad receptora de la cartera a titularizar cuya función es servir de vehículo para hacer la emisión, es decir emitir los nuevos valores y pagarle al originador por sus activos. Es el que solicita autorización a la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá. Esta es una empresa diferente a la originadora que recibe los activos subyacentes y los desvincula legalmente de la empresa originadora. Se pudiese decir de que este es el participante más importante de la titularización, ya que representa el patrimonio autónomo y se convierte en el ente jurídicamente vinculado con los inversionistas y es el responsable del cumplimiento de los términos del título de valor, ya sean con contenido crediticio o de participación.*
- ***El administrador del Activo.*** *Es el organismo encargado de conservar, custodiar y administrar la cartera o activos titularizados y transferir al agente de manejo los flujos provenientes de los activos.*
- ***El Calificador de Riesgo.*** *Es el que tiene como misión analizar al inversionista para otorgarle una calificación sobre el índice de riesgo del acto de comercio a llevar a cabo. La calificación de riesgo otorga un perfil de la calidad de estos.*

- **Colocador de Títulos.** Se refiere a la sociedad que coloca los títulos entre el público inversionista, ya sea mediante la fórmula de mejores esfuerzos de colocación o mediante el underwriting” en donde garantiza la colocación total de la emisión a cambio de una remuneración.

La superintendencia del Mercado de Valores de Panamá ha manifestado en diferentes acuerdos y en diferentes opiniones formales emitidas que la titularización se puede definir como un mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el mercado de capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen; básicamente es la afectación o conversión de un crédito a un título.⁸

En adición, se define como “(...) 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 aquellos⁹.

Resumiendo esto, consiste en una estrategia de financiación en la que partiendo de un conjunto de valores con similares características y flujos de caja predecibles, agrupados al interior de un contrato financiero independiente (generalmente fideicomisos, y de ahí la importancia de sus estudio anterior), es posible captar recursos mediante la emisión de títulos.

Rafael García Mayorca, quien funge como Oficial de Inspección y Análisis de la Superintendencia de Valores de Panamá, nos dice que es de hecho, un sistema de desintermediación, dado que permite a los emisores de los Títulos obtener financiamiento genuino del mercado de capitales. Es decir, que en este mercado, el emisor media en el proceso pero no asume el riesgo crediticio ya que el que asume el riesgo es el tenedor final del título.

En una economía joven como es el caso de la economía panameña, la obtención de recursos vía mercado de capitales constituye todavía un mecanismo desconocido por muchos de los empresarios de nuestro país, por otra parte existen aquellos que si han considerado la mecánica de los financiamientos estructurados para la obtención de recursos, sin embargo, como una de las consecuencias de las barreras reguladoras que se presentan, es un hecho que para estructurar estos productos hay muchos desafíos a la hora de optar por este mecanismo de acceso para la obtención de recursos.

Debido a que en nuestro país la figura de la titularización es casi desconocida, en Panamá la titularización debe hacerse con la intervención de los siguientes sujetos:

- **Entidad originadora:** Es la entidad que vende los activos a titularizar.
- **Entidad emisora:** Es el ente que recibe los activos creando un patrimonio autónomo a través de un fideicomiso a fin de proteger los intereses de los inversionistas y solicita a la Superintendencia del

⁸ COMISION NACIONAL DE VALORES, República de Panamá (Actualmente Superintendencia del Mercado de Valores) Opinión 05-03 de 23 de mayo de 2003. Recuperado de: <http://www.supervalores.gob.pa/reglamentacion/opiniones/opiniones-2003/700-opinion-5-2003-baisa/file>

⁹ Idem

Mercado de Valores de Panamá como emisor, autorización para emitir los títulos valores. Es importante mencionar que desde el 12 de enero de 1995, mediante la resolución N° 880 la Comisión Nacional de Valores, ahora Superintendencia del Mercado de Valores, introdujo el requerimiento a los que actúen como fiduciarios en una solicitud de Oferta Pública de Valores obtengan una licencia fiduciaria expedida por la Superintendencia del Mercado de Valores de Panamá –haciendo la salvedad de que ahora quien otorga dicha licencia es la Superintendencia de Bancos de Panamá.

- **Entidad administradora o agente de pago:** *Es aquel que efectúa las recaudaciones de los flujos que produce la cartera titularizada y a la vez paga a los inversionistas los dineros correspondientes a su participación.*
- **Asesor financiero:** *Apegado a los requisitos legales para desempeñarse como asesor financiero, es el encargado de confeccionar el prospecto informativo de la emisión, se pudiese decir pues que es quien elabora el diseño financiero del negocio, ayuda a que se cumpla todos los requisitos exigidos por la ley y actúa como promotor en la colocación de papel entre los inversionistas.*

A partir de enero de 2018, todos los emisores de deuda que deseen obtener una autorización de oferta pública en el mercado, deberán someterse a la evaluación de una calificadora de riesgo reconocida, disposición esta que queda contemplada en el acuerdo 3- 2017, del 5 de abril de 2017. El asesor financiero deberá asumir la obligación responsable de asegurarse la operación sea calificada de riesgo, con todas los parámetros que la Ley de valores establece para lleva a cabo una calificación de riesgo.

Por otra parte de conformidad al informe emitido por la Superintendencia del Mercado de Valores con fecha de noviembre del 2018, se evidencia que en virtud de los montos transados durante el lapso de tiempo de enero- noviembre 2018 la división porcentual del mercado se detalla de la siguiente forma: 55% el sector público o gubernamental y 45% el sector privado.

El detalle por tipo de valor o vehículo financiero estructurado en virtud de los montos transados durante el lapso de tiempo de enero- noviembre 2018, sería:

- a- Bonos : 60%
- b- Acciones Comunes: 15.9%
- c- Letras del Tesoro: 6.7%
- d- Acciones o Cuotas de Participación: 4.7%
- e- Futuros: 3.3%
- f- Notas del Tesoro: 2.4%
- g- Otros Valores de Renta Fija: 2.1%
- h- Valores Comerciales Negociables: 2.1%
- i- Otros valores de Renta variable a: 1.4%
- j- CFD: 0.4%
- k- Valores derivados:0.4%
- l- Opciones:0.4%
- m- Acciones Preferidas:0.3%

Es así pues, que en función del detalle por tipo de valor o vehículo financiero estructurado en virtud de los montos transados expresado en líneas previas, se refleja que el mercado de valores doméstico tiene preferencia por los instrumentos de renta fija en gran medida, porque la mayoría de las empresas que son emisores son empresas familiares la que como producto de la idiosincrasia local el considerar a optar por instrumentos de renta variable desde el prisma de los fundadores de la entidad comercial o de los herederos, expondría a riesgos innecesarios el patrimonio familiar. Así mismo no se puede dejar de mencionar otro aspecto relevante de destacar el cuál es la composición porcentual de emisores según el rubro económico del mercado de capitales de la República a la fecha de noviembre de 2018:

- a- Financiero: 36%, este porcentaje a su vez se tiene la siguiente composición: Bancos: 15%, Financieras: 8%, Fideicomiso: 6%, Leasing: 5%, Factoring: 2%.*
- b- Industria :15%*
- c- Tenedora de Acciones :15%*
- d- Inmobiliario: 13%*
- e- Vehículos Especiales: 9%*
- f- Comercio:7%*
- g- Otros 5%*

Mediante esta composición porcentual, se evidencia con claridad que el sector financiero es quien domina sin que medie mayor competencia con otro de los rubros económicos descritos las emisiones del mercado nacional. No obstante se refleja un decrecimiento en las emisiones registradas ya que para noviembre del año 2017 se materializaron 4,133 emisiones mientras que para noviembre del año 2018 se evidencian 2,166 emisiones y 512 en trámite ante este fenómeno pueden gestarse varias teorías, sin embargo resulta un tanto difícil encontrar una postura que ante condiciones de mercado relativamente estables en el cual exista un estado de derecho como lo es en el caso de Panamá, en donde mediante un método o teoría nos ayude a elucidar la correlación entre la rentabilidad de un determinado mercado bursátil y el crecimiento del producto interno bruto de dicho país. Pero es importante de igual forma el precisar que si se ha evidenciado que los mercados de capitales tienen reacciones abruptas ante el provenir en virtud de la certidumbre o incertidumbre de un determinado acontecer político, económico, social.

IV. CONCLUSIONES

- La titularización en esencia, constituye un mecanismo jurídico financiero mediante el cual una sociedad mercantil convierte activos generalmente que no se pueden tornar líquidos rápidamente, en valores comercializados en un mercado de capitales.*
- La titularización aporta una inyección de liquidez para la expansión de la actividad comercial del empresario muchas veces a un costo más accesible que un préstamo convencional gestionado ante una entidad bancaria.*
- La legislación y el nombre del proceso para estructurar valores o instrumentos financieros en diversas latitudes del mundo tiene a variar ya que el legislador diseña la legislación de conformidad a las necesidades domésticas siendo así el caso en ciertas jurisdicciones se pretende que mediante la titularización se logre que el costo de las viviendas sea más accesible , mientras que otras jurisdicciones sea más importante estimular mediante capital de menos oneroso el sector agrícola o financiero.*

Por su parte La República de Panamá, producto de su estratégica posición geográfica, su integración a la economía mundial, el dinamismo y estabilidad de su economía cada día la emisión de valores es una realidad consumada, la cual poco a poco va creciendo y es utilizada producto de su efectividad por nuevos actores que le apuestan a la titularización como una forma de diversificación en virtud de las fuentes de financiamiento para la expansión sostenible de su actividad comercial cotidiana. Por su parte de conformidad al informe del 28 de noviembre de 2018 de la Superintendencia del Mercado de Valores de la República de Panamá, el sector financiero al parecer es quien saca mayor provecho de esta herramienta jurídico financiera a la cual denominamos en la jurisdicción panameña como titularización.

V. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

LEYES Y NORMATIVAS

1. *The Corporations Act 201 of Australia en el idioma inglés o Ley de las corporaciones 201 de Australia al ser traducido al castellano. Constituye el marco legal mediante el cual esta jurisdicción estipula las normas que regulan a las entidades que se dedican a materializar actos de comercio así como a otras asociaciones y planes de inversión gestionados. URL disponible en : <https://www.legislation.gov.au/Details/C2018C00424>*
2. *Stamp Duties Act 1920 of Australia por su descripción en inglés o Ley de deberes de sellos de Australia por su traducción al castellano. En el cual se abordan los temas referentes al vehículo utilizado para materializar la titulización australiana. URL disponible en: http://www6.austlii.edu.au/cgi-bin/viewdb/au/legis/nsw/repealed_act/sda1920157/*
3. *Resolución Número 400 de 1995 de la República de Colombia en donde se cimenta la base legal que regula el tema del mercado de valores colombiano, los productos financieros que en el se comercializan y los actores que mediante su accionar cotidiano son el rostro de la actividad bursátil en la jurisdicción Colombia. URL disponible en : <https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/loader.jsf?lServicio=Buscador&lTipo=busqueda&lFuncion=BuscadorView>*
4. *Asset- Backed Securitization Act of South Korea. O activos respaldados por ley de securitización de Corea del Sur por su traducción al castellano. Mediante la estructura legal concebida por en esta jurisdicción se pretendió hacer más eficientes los activos no rentables de las instituciones financieras que poseían altos grados de endeudamiento, mejorando esta condiciones a través de flujos de efectivo sostenibles. URL disponible en : http://elaw.klri.re.kr/eng_service/lawView.do?hseq=28016&lang=ENG*
5. *Italian Securitization Law 130 of 30 April 1999 o la ley italiana de titulización del 30 de abril de 1999 por su traducción al castellano. Mediante la ley esbozada en líneas previas fue como los legisladores de la República de Italia materializaron el concepto de la estructuración jurídica financiera denominada como titulización. URL disponible en : https://www.housing-finance-network.org/fileadmin/user_upload/hfn/Country_Law/Law-Italy/2006-00281.pdf*
6. *ASOBANCARIA, Las titularizaciones: un vehículo para el crecimiento, Edición 1157, Semana Económica 8 de octubre de 2018. <https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/1157.pdf>*

7. *Informe Superintendencia del Mercado de Valores República de Panamá, Noviembre 2018.*
8. *Ley 66/2016 de 9 de diciembre, Que Reforma Texto Único del Decreto Ley 1 de 1999 que regula el mercado de Valores en la República de Panamá (Gaceta Oficial Digital No. 28176-B, martes 13 de diciembre 2016). URL disponible en http://www.supervalores.gob.pa/files/Ley/GacetaNo_28176b_20161213-opt.pdf*

Currículum breve.

- *Universidad Santa María la Antigua (USMA) 2006 - Licenciado en Mercadeo con Concentración en Gerencia de Ventas.*
 - *University of California, Berkeley 2010 - Advanced Management Program for Innovation.*
 - *USMA 2012 - Licenciado en Derecho y Ciencias Políticas (Cum Laude).*
 - *Georgetown University 2018 -Global Business in Practice.*
- Actualmente dedicado al estudio de la reestructuración de personas jurídicas mercantiles, abogado independiente, empresario. Correo electrónico: argolcliente@gmail.com*

Artículo recibido: 6 de diciembre de 2018

Artículo aprobado: 16 de diciembre de 2018

