

323 801 1



201
21237 8723
AL 27 JUL 2

UNIVERSIDAD ANAHUAC

VINCE IN BONO MALUM

ESCUELA DE ACTUARIA

Con Estudios Incorporados a la U.N.A.M.

"FONDEO DE UNA EMPRESA DE FACTORAJE FINANCIERO"

TESIS

QUE PARA OPTAR POR EL TITULO DE :

ACTUARIO

PRESENTA EL ALUMNO:

JOSE MARIA ALCANTARA JIMENEZ

ASESOR: ACT. EDUARDO PACHECO VILLAGRAN

MEXICO, D. F.

1994

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

a Jesucristo,
a mis papás Olga y José Luis,
a Susy mi esposa,
a mis hijos José Carlos y Eduardo,
a mi hermana Gerarda,
a mi primo Carlos,
al R.P. Cruz Bailón,
a Javier Flores,
a mis Maestros,

Gracias.

"... nunca se termina el sendero, pero siempre a cada paso, el inicio se ve cada vez más lejos, la meta cada vez más grande y satisfactoria..."

INDICE

INTRODUCCION.....	3
CAPITULO I. EL FACTORAJE FINANCIERO	7
I.1 NATURALEZA DEL FACTORAJE.....	7
I.2 ANTECEDENTES.....	8
I.3 IMPLEMENTACION EN MEXICO.....	11
I.3.1 MODERNIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.....	12
I.4 MARCO LEGAL.....	14
I.5 TIPOS DE FACTORAJE FINANCIERO.....	15
I.5.1 FACTORAJE CON RECURSO.....	16
I.5.2. FACTORAJE CON RECURSO LIMITADO.....	17
I.6 OTROS PRODUCTOS DERIVADOS.....	18
I.6.1. FACTORAJE A PROVEEDORES (FAP).....	18
I.6.2. FACTORAJE INMOBILIARIO.....	22
I.6.3. FACTORAJE INTERNACIONAL.....	24
I.6.4. PREFACTORAJE.....	26
I.6.5. FACTORAJE SINDICADO.....	27
I.6.6. REFACTORAJE.....	27
I.7. TASA DE INTERES EN OPERACIONES DE FACTORAJE.....	27
I.7.1 OPERACIONES A DESCUENTO.....	28
I.7.2. INTERES A VENCIMIENTO.....	29
CAPITULO II OPCIONES PARA EL FONDEO DE LAS OPERACIONES	31
II.1 DEUDA.....	31
II.1.1 CREDITOS BANCARIOS COMERCIALES.....	31
II.1.2 CREDITOS CON LA BANCA DE DESARROLLO.....	34
II.1.2.1 NACIONAL FINANCIERA S.N.C. "NAFIN".....	34
II.1.2.2 BANCOMEXT.....	35
II.1.2.3 BANCA DE DESARROLLO EXTRANJERA.....	38

II.1.3. ASEGURADORAS Y AFIANZADORAS.....	42
II.2 DEUDA PUBLICA EN EL MERCADO MEXICANO.....	42
II.2.1 PAPEL COMERCIAL.....	42
II.2.2 PAGARES FINANCIEROS A MEDIANO PLAZO.....	44
II.2.3. OBLIGACIONES SUBORDINADAS.....	47
II.3 DEUDA EN EL EXTRANJERO.....	48
II.3.1 EUROPAPAL COMERCIAL.....	49
II.3.2. PAGARES DE MEDIANO PLAZO (MTN'S).....	51
II.4 CAPITAL.....	52
II.4.1 PORQUE SER EMPRESA PUBLICA.....	52
II.4.2 EL MERCADO DE VALORES MEXICANO.....	53
II.4.3 EL MERCADO DE VALORES DE LOS ESTADOS UNIDOS.....	54
III ESTRATEGIAS DE FONDEO.....	57
III.1 COBERTURAS CAMBIARIAS.....	57
III.1.1 COSTO DE LAS COBERTURAS CAMBIARIAS.....	59
III.2 CALIFICACION DE VALORES.....	60
III.3 EL CORTO PLAZO.....	62
III.4 EL LARGO PLAZO.....	65
III.5 TITULARIZACION DE CARTERA.....	71
IV. CONCLUSIONES.....	78
BIBLIOGRAFIA.....	81
ANEXO I "CALCULO DE TASAS DE INTERES DE REFERENCIA".....	83
ANEXO II "CATEGORIAS DE CALIFICACION".....	84

INTRODUCCION.

Durante los últimos 10 a 15 años, México ha sufrido cambios radicales en todas sus estructuras. En el período de crisis de los '80, no tan sólo en nuestro país, sino a nivel global, el medio financiero cobró mayor importancia, debido a su carácter vital para conseguir la sobrevivencia en un entorno cambiante e incierto.

Los servicios financieros establecidos, requerían de un cambio profundo e inmediato para dar respuesta a la nueva problemática, resultado de la combinación de varios factores tales como la inflación, recesión, auge y caída de los precios de gran cantidad de bienes.

Los cambios observados fueron producto principalmente de una nueva actitud, esto es, en la forma de ver las cosas, encontrando las empresas exitosas nuevas y mejores respuestas a partir de un principio que sigue siendo vigente: la tecnología; entendiendo que una empresa posee tecnología, si emplea la mejor forma para producir un bien o proveer un servicio.

Esta mejor forma de hacer las cosas tiene un gran peso en el que hacer moderno bajo una perspectiva de mejora continua y una búsqueda constante llamada innovación.

Dentro de este contexto de innovación, se buscan soluciones no convencionales enfocadas no a aquello que tenemos sino a aquello que hace falta.

En el Sistema Financiero, donde la Banca sigue siendo su principal protagonista, ésta ha tenido que adaptarse al cambio e inclusive dar paso a nuevos protagonistas, intermediarios del Crédito, tales como las Empresas de Factoraje Financiero (Factores).

El factoraje financiero a principios de la década de los '80 manejaba tan sólo unos cuantos miles de dólares, en cambio hoy en día acumula anualmente miles de millones de dólares en todo el mundo y en México día con día se consolida como un medio de financiamiento a la medida de un gran número de empresas.

Los Factores se convirtieron en los financiadores de las empresas públicas y privadas, cuando el Gobierno acaparaba la mayor parte de la captación bancaria.

Hoy en día a pesar de la tan favorable recuperación de la Banca por parte del sector privado, los Factores, siguen siendo clientes importantes de los Bancos y han sabido encontrar su ventaja competitiva en la especialización del crédito, apoyando a sectores prioritarios del país, tales como la micro, pequeña y mediana empresa, así como las empresas relacionadas con el comercio exterior entre otras, haciéndoles accesibles los recursos necesarios en el momento indicado.

Los Factores en México, si bien tienen como producto principal el financiamiento, a su vez requieren en gran medida del Fondo de esos recursos, sin dejar de ser empresas que requieren un capital importante que sea reflejo de su solidez financiera.

Los tomadores de decisiones, responsables de la Planeación Estratégica de los Factores, hemos tenido que visualizar y capitalizar las oportunidades del mercado, pero también prever y minimizar los riesgos, principalmente en lo relativo al fondeo, que es el combustible necesario que requieren los Factores para poder operar.

Durante los últimos 3 años, se ha elevado considerablemente la cartera vencida del sector financiero, así como el número de quebrantos, los cuales impactan mayormente a las instituciones con menor capital, lo cual ha provocado que un gran número de Factores dejen de operar.

Esto ha demeritado la confianza en el giro, principalmente la de su principal proveedor de recursos que es la Banca, la cual ha buscado ser más estricta y selectiva, pudiendo de un momento a otro cerrar la llave del crédito.

Derivado de ésta circunstancia, varios Intermediarios del crédito, entre ellos algunos Factores, consideran que sólo tienen las siguientes opciones,

a) Poseer un banco, ya sea en forma mayoritaria o con una importante participación o alianza que les garantice sus flujos ó

b) Reducir sus aspiraciones a un tamaño adecuado, que les permita limitar los riesgos derivados de falta de liquidez lo cual puede afectar sus posibilidades de supervivencia, ó inclusive

c) Retirarse del negocio.

Otros sin embargo no vemos que la solución se limite a tales opciones, por lo que hemos buscado soluciones innovadoras (para los Intermediarios del crédito), tales como el incursionar en los mercados de deuda y de capitales tanto en México como en el extranjero, lo cual hoy en día ya es una realidad.

Dentro de este dinámico entorno, cada vez existen mayores y mejores alternativas previéndose que en un futuro cercano las tendencias mundiales puedan ser una realidad para los Intermediarios y puedan titularizar sus carteras, garantizando un mayor y más sano crecimiento.

El fin que se persigue con este trabajo es plantear estas soluciones alternas, precisamente para una empresa de Factoraje Financiero; éstas estrategias le permitirán mantener un desempeño efectivo en un medio altamente competitivo.

Dentro del contexto arriba planteado, y para encontrar respuesta a este reto, es necesario tener un importante conocimiento financiero y una constante búsqueda de soluciones innovadoras que son características inherentes del Actuario.

Este trabajo de tesis esta estructurado en cuatro capítulos.:

El primer capítulo describe el Factoraje Financiero desde sus orígenes hasta sus productos más recientes, sus principales características y ventajas que le permiten ser el vehículo de financiamiento de un gran número de empresas. Al final de este primer capítulo se incluye la evaluación financiera del costo del factoraje financiero.

El segundo capítulo describe los instrumentos financieros de deuda y capital que sirven para fondear las operaciones de factoraje.

En el capítulo tercero se plantean las estrategias recomendadas tanto a corto como a largo plazo buscando la correspondencia más adecuada entre la cartera y fondeo de manera de ser competitivos. Con vista al futuro cercano y basado en la nueva tecnología financiera, se propone la titularización de cartera de factoraje, como una estrategia que permitirá incrementar al Factor su potencial de intermediación sin incrementar su posición de riesgo al distribuirlo adecuadamente.

Para terminar, en el cuarto capítulo, se presentan las perspectivas y conclusiones correspondientes así como la bibliografía que ha servido de apoyo para desarrollar el tema.

CAPITULO I. EL FACTORAJE FINANCIERO

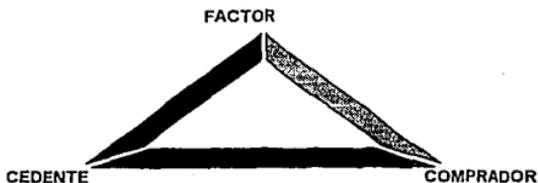
I.1 NATURALEZA DEL FACTORAJE.

El origen primario del factoraje no es otro que una consecuencia natural de la expansión del comercio y de las crecientes ventas a crédito.

Un gran número de empresas proveedoras de bienes y/o servicios (Cedentes), tienen clientes (Compradores), los cuales imponen condiciones de compra a crédito, de manera que reciben la mercancía o el servicio, documentando su adeudo mediante contrarecibos o títulos de crédito.

Los Cedentes se ven obligados a invertir recursos suficientes para comprar materia prima y comenzar nuevamente su ciclo productivo, para así generar nuevas ventas. Sin embargo, la gran mayoría de las empresas no cuenta siempre con esos recursos; este es el caso en general de las micro y pequeñas empresas, las cuales no tan sólo no cuentan con el capital sino que además no les es fácil obtener el crédito por los montos suficientes y con la prorititud deseada.

Ahí es donde entran las empresas de factoraje financieros (Factores), los cuales mediante un contrato de factoraje, compran los derechos de crédito derivado de la proveduría de bienes o servicios y en base al valor de los títulos de crédito en que se han documentado, el Factor podrá anticipar hasta el 100% del importe, pudiendo además realizar la gestión de cobranza.



Todo esto parece muy sencillo y sin embargo presenta un gran número de posibilidades, las cuales determinan un sin número de productos de acuerdo a las

necesidades de los distintos usuarios, en los diferentes países, lo cual hace muy complicada una definición específica.

Unidroit, esto es, el Instituto para la Unificación del Derecho, con sede en Roma, después de un profundo análisis a nivel internacional concluyó, que un contrato de factoraje deberá incluir cuando menos 2 de los siguientes servicios.:

- . Financiación.
- . Gestión de la Cartera.
- . Cobro de Deudas.
- . Cobertura del riesgo de crédito.

Es importante hacer notar que aún y cuando se pudiese pensar que la mayoría de las operaciones de factoraje son sobre derechos de crédito cuyo cobro se realiza en el corto plazo, no se excluyen las deudas a largo plazo.

Después de este marco de referencia intuitivo, vale la pena ver cual ha sido su desarrollo global y sus tendencias que han hecho del factoraje actual un producto financiero y de gestión moderno, imprescindible tanto en el comercio interno como externo.

1.2 ANTECEDENTES.

El factoraje constituye actualmente una gama de productos financieros y de gestión que han venido evolucionando con el tiempo.

Sus orígenes y posterior desarrollo, de acuerdo con el "Curso a Corresponsales de F.C.I. (Factors Chain International)", es el siguiente.:

El origen de la palabra Factor se remonta a los tiempos de los romanos, sin embargo un buen ejemplo de su aspecto comercial no lo encontramos sino en una letra de cambio fechada en noviembre de 1780 en Holanda, en la que un Sr. Douwes capitán de un barco que partió de Texel a Genua, confirma haber recibido de los Señores van Eeghen," 4 barriles de cacao para ser entregados en Genua a la orden de ustedes o de su Factor (sic)".

Como vemos el Factor era un comisionista que vendía directamente, actuando por cuenta del vendedor, cobrando una comisión por su gestión. Además el vendedor podía otorgarle o no el derecho de vender a crédito, sin que por ello dejase de recaer el riesgo en el vendedor; las condiciones del mercado, generaron naturalmente la necesidad de que el comisionista absorbiera la responsabilidad, garantizando el riesgo de crédito.

Durante el siglo XVIII con el despegue económico de América, se requirió de un flujo importante de capital y de bienes desde Europa. Las transacciones comerciales se realizaban a través de amigos o conocidos de "confianza" en América, los cuales actuaban como comisionistas.

A finales del siglo XIX y comienzos del XX, las grandes empresas transnacionales comenzaron a comercializar por sí mismos sus productos, sacando del mercado a muchos de los Factores establecidos, quedando únicamente orientados al sector textil en los Estados Unidos.

Mientras tanto en Europa, sólo en Alemania y Austria, se crearon "Factores", empresas subsidiarias de los Bancos, las cuales financiaban a los vendedores de bienes y servicios. Con esto los Factores compraban las cuentas por cobrar de un sin número de vendedores (Cedentes), refinanciándose a su vez del banco tenedor, pero descontando un sólo pagaré, el cual por supuesto, estaría garantizado por el total de documentos originalmente cedidos. Es más, los bancos financiaban a los Factores casi exclusivamente para ese propósito, estándoles prohibido emplearlos para otro propósito "no productivo".

Inclusive en Austria, los Factores crearon una oficina central, llamada "Evidenzcentrale", que los protegiera de la doble asignación.

La 1era guerra mundial acabó con estas instituciones, teniendo que importar de América, el concepto de factoraje hasta principios de los sesenta.

Como se mencionó anteriormente, en Estados Unidos el factoraje apoyaba principalmente al sector textil, pero su aplicación se extendió desde la

comercialización de las telas a la confección y aún su distribución a las grandes cadenas comerciales, las cuales después de conocerles durante un tiempo, promulgaron su extensión a todos los demás productos.

En Europa y el resto del mundo tuvo mayores dificultades para su desarrollo, dado que la función del factoraje no se comprendía en su totalidad (tal vez por no contar con gente entrenada), pareciendo una complicación innecesaria, si los bancos podían dar financiamientos con garantía de cuentas por cobrar, y tomando en cuenta que el riesgo que los vendedores tuviesen sobre la incobrabilidad de las cuentas era materia de una compañía de seguros.

Para entender mejor la diferencia entre la función del banco y del Factor se presenta la siguiente situación.:

Cuando un gerente de crédito de un banco reporta a su director a final de año que no ha tenido ninguna pérdida, el esperará un premio o bono por su desempeño.

En cambio el gerente de crédito de un Factor reportando iguales resultados, tal vez no espere que el director este contento del todo, ya que el Factor ha cobrado a sus clientes (Cedentes), una comisión por el riesgo incurrido derivado del no pago de los deudores, pero no ha tomado los riesgos apropiados limitando las ventas del Cedente y con ello a su vez el ingreso por comisiones.

Esto parece confundir un poco, dado que en exceso sería obviamente contraproducente para el Factor.

Sin embargo la diferencia principal, es la visión con que se ve el negocio. Por una parte el Banco conoce o debiera conocer muy bien a su clientes, a través de su estructura financiera basados en informes anuales y reconociendo en el mejor de los casos, a los principales deudores de sus clientes, pero la mayoría de los bancos desconoce el resto de deudores y consecuentemente su forma de pago.

Pero sólo teniendo un conocimiento más real a cerca de los deudores, se puede tener una valuación objetiva del riesgo que representan las cuentas por cobrar en que se ven reflejados y por tanto, lo que aparentemente sería una posición ideal,

puede ser una de alto riesgo y una de riesgo existente a lo mejor es mínima dentro del valor global de esa cartera.

Cabe mencionar que a muchos bancos no les interesa el financiamiento de cuentas por cobrar, debido a la carga que implica su gestión.

Hoy en día el enfoque básico a cubrir con las operaciones de factoraje, varían en los distintos países. Así en los Estados Unidos y Canadá, se circunscribe a la cobertura de crédito, y sólo en algunos casos otorga créditos garantizados con el importe de cuentas por cobrar, en cambio, en los países europeos su propósito es la de financiación suplementaria.

I.3 IMPLEMENTACION EN MEXICO.

En México las empresas de factoraje financiero raramente garantizan o aseguran el pago de las cuentas por cobrar. La parte más importante del negocio es la adquisición de cuentas por cobrar con recurso, esto es, en caso del no pago, la responsabilidad y el riesgo inherente sigue recayendo en el Cedente de las cuentas por cobrar.

El principal atractivo del factoraje para sus usuarios en México, es por tanto, establecer una línea, la cual será semejante en muchos aspectos a una línea de crédito revolvente con garantía de las cuentas por cobrar, a diferencia por ejemplo de los Estados Unidos, donde el usuario deberá ceder el total de sus cuentas por cobrar al Factor y eventualmente solicitará algún anticipo.

El factoraje en México es prácticamente nuevo, esto sin dejar de reconocer que las actividades comerciales desde siempre han requerido esquemas similares de compras de cartera.

Por influencia del mercado de Estados Unidos, a principios de los 60's se forman dos empresas de factoraje subsidiarias de empresas financieras Norteamericanas, las cuales se fusionarían a mediados de los 70's sin que por esto tuvieran mayor relevancia.

I.3.1 MODERNIZACION DEL SISTEMA FINANCIERO MEXICANO.

Antes de continuar, y para poder comprender el desarrollo posterior del factoraje en México, es necesario analizar el contexto en el que se desempeña, esto es, en el marco del sistema financiero mexicano moderno, principalmente de acuerdo a los acontecimientos ocurridos en los últimos años:

- Antecedentes.

La banca, su principal protagonista, luego de un esfuerzo de concentración para convertirse a la Banca Múltiple, en 1982 por decreto presidencial se nacionalizó, modificando en consecuencia la Constitución, otorgando al Estado el monopolio del servicio público de banca y crédito. Debido al entorno económico dominante durante los años 80's, el Gobierno se vió obligado a canalizar los recursos captados por la banca para financiar su déficit fiscal con la consecuente falta de liquidez y de financiamiento del sector productivo.

Muchos de los antes accionistas de la banca, decidieron capitalizar esta situación reinvertiendo sus capitales en intermediarios financieros (entre ellos empresas de factoraje), los cuales se convirtieron rápidamente en los proveedores más importantes de productos y servicios financieros.

Derivado de estos acontecimientos el factoraje moderno en México emerge a mediados de los '80 como un gran boom (en número de empresas), que culminaría con la creación de hasta 150 empresas de factoraje (Factores), a finales del '89 manejando volúmenes importantes, lo cual provocaría que el Gobierno las considere a partir de 1990 como una actividad exclusiva de empresas autorizadas para actuar como Factorajes Financieros esto es, como Organizaciones Auxiliares del Crédito.

- Modernización.

De acuerdo con la presentación "Modernización Financiera en México", que realizara el Dr. Pedro Aspe (10/3/94), se distinguen 4 etapas principales.

a) Liberalización Financiera: durante esta etapa se eliminaron el encaje legal y los créditos selectivos y se liberalizaron las tasas de interés pasivas y los plazos de los instrumentos de captación.

b) Actualización del marco regulatorio: en esta segunda etapa se llevaron a cabo las reformas constitucionales que permitieron reprivatizar la banca comercial y dar autonomía al banco central; durante ella entraron en vigor nuevas leyes como la del Banco de México, la de las Instituciones de Crédito y aquellas que regulan a las Agrupaciones Financieras.

c) Privatización de la banca comercial: este proceso culminó en 13 meses (de junio de 1991 a julio de 1992); se reprivatizaron 18 bancos comerciales, a una razón de precio / valor en libros de 3.09 y a una de precio / utilidad de 14.75 en promedio; el ingreso neto de la venta ascendió a N\$37,583.00 millones; los accionistas pasaron de 8,000 en 1982 a 130,000 actualmente.

d) Apertura a la competencia interna y externa: a fin de aumentar la eficiencia del sector, se incrementó el número de participantes y se diversificaron los servicios ofrecidos y los mercados atendidos; así, durante 1993 se autorizaron 11 nuevos bancos, 324 instituciones financieras diversas. Actualmente se encuentran operando 30 bancos y 596 instituciones financieras diversas (61 Factores) sin considerar a las uniones de crédito. Para 1994 se prevé la autorización de 25 bancos más, nacionales y extranjeros.

También se han diversificado los servicios y mercados así como nuevas figuras financieras como las de Grupos Financieros, Sociedades Financieras de Objeto Limitado y las sociedades de Ahorro y Préstamo.

- Resultados.

Comparando algunos indicadores del sistema financiero de 1988 con los de 1993, se aprecia que, como porcentaje del PIB, el crédito casi se triplicó en el período de 14.7% a 38.1% y la capitalización en el mercado de valores se cuadruplicó de 14% a 55%; las tasas de interés se redujeron drásticamente: las nominales de más de 50% en 1988 a menos del 10%; las reales, de casi 30% en 1989 a 4.7% a febrero de 1994; el margen de intermediación se contrajo de 17 a 5 puntos porcentuales de diferencial; el capital neto sobre activos en riesgo pasó de 7.6% en 1988 a 9.5% en 1993. Por otra parte, si bien el número de sucursales aumentó en 274, el número de empleados sólo creció en 2,000.

I.4 MARCO LEGAL.

La Secretaría de Hacienda y Crédito Público (S.H.C.P.), siendo la encargada de autorizar a las empresas de Factoraje Financiero, Organizaciones Auxiliares del Crédito, modificó la "Ley General de Organizaciones Y Actividades Auxiliares del Crédito" (LGOYAAC), adicionando el Capítulo III-Bis (artículo 45-A a la T), "De las Empresas de Factoraje Financiero", publicándolo en el Diario Oficial del 3 de enero de 1990 y teniendo su última actualización a la fecha de este trabajo el 15 de julio de 1993.

Esta ley define para efectos legales, las actividades permitidas a los Factores (entre éstas, los medios por los cuales les es permitido fondear sus operaciones), así como las características del propio factoraje incluyendo algunas medidas de operación; todo esto enmarcado por la propia ley (LGOYAAC) la cual determina disposiciones comunes a otros intermediarios tales como su contabilización y supervisión.

Además la S.H.C.P., por ser la responsable de la operación de las mismas, emitió en forma específica, las "Reglas Básicas para la Operación de Empresas de

Factoraje Financiero" (las Reglas), las cuales fueron publicadas inicialmente el 16 de enero de 1991 en el Diario Oficial de la Federación.

Estas Reglas determinan el Capital Contable de las empresas de Factoraje, sienta las bases para la capitalización de acuerdo con el riesgo derivado de sus inversiones y los límites de concentración de riesgos. También habla de las operaciones pasivas, principalmente de la metodología del cómputo de las obligaciones subordinadas como parte del capital.

De acuerdo con la LGOYAAC y de las Reglas, la supervisión se delega básicamente a la Comisión Nacional Bancaria (CNB), al Banco de México (BANXICO) y a la Comisión Nacional de Valores (CNV).

La CNB, se encargará principalmente de la inspección y vigilancia del cumplimiento de la LGOYAAC, así como de establecer el catálogo y los procedimientos contables correspondientes.

BANXICO, tiene una labor de supervisión más bien financiera, al cuidar del desempeño de las empresas a través del cómputo de capitalización, balanzas semanales y de posición en divisas, además de los reportes financieros mensuales y anuales que también son reportados a la CNB.

Además BANXICO, publicó el 30 de mayo de 1991, las circulares 1/91 y 1/91bis, las cuales reglamentan la suscripción de títulos de crédito a ser colocados entre el gran público inversionista. Estas fueron modificadas el 22 de julio de 1993 en circular personalizada a cada empresa.

Conjuntamente la CNV, regula la participación de los Factores en el mercado a través de la Ley del Mercado de Valores y a partir de oficios circulares (como el 10-148).

1.5 TIPOS DE FACTORAJE FINANCIERO.

La empresa de Factoraje Financiero (Factor), generalmente establece una línea de factoraje con cada uno de sus clientes (Cedentes), a los cuales les compra los

derechos de créditos (cuentas por cobrar), derivados de la proveeduría de bienes y/o servicios, bajo una de las siguientes modalidades:

Con recurso

Con recurso limitado.

I.5.1 FACTORAJE CON RECURSO.

Es la modalidad más común en México, y se refiere a que al momento de vencimiento de los títulos que le fueron cedidos al Factor, de no ser pagados por el Comprador, el Cedente tiene la obligación de recomprar los documentos al Factor; esto significa que el Factor, no asume el riesgo crediticio del no pago del Comprador.

Dado que el riesgo principal en este tipo de factoraje para el Factor es el Cedente, previo a la apertura de línea, el Factor evaluará la calidad del mismo, principalmente a través del análisis de estados financieros, referencias bancarias y comerciales y por el desempeño y composición de los funcionarios y accionistas, haciendo énfasis en la calidad de la cartera en cuanto a su composición (tipo de clientes), y recuperabilidad (antigüedad de saldos).

Dependiendo de la aversión al riesgo de cada Factor, es común el solicitar garantías adicionales para garantizar el financiamiento, principalmente garantías reales representadas por hipotecas y/o fideicomisos sobre bienes inmuebles en proporción mayor a la línea otorgada.

Además, una vez que ha sido aprobada la línea y se hacen las cesiones, es común que el Factor sólo otorgue anticipos, esto es, financiamientos con colateral de las cuentas por cobrar (cartera cedida), por un monto menor (aforo) al valor de las mismas, el cual por lo general oscila entre un 50 a un 80%.

Generalmente los intereses por el financiamiento son a descuento o sea son deducidos de la cantidad prestada (factoraje anticipado con recurso); cuando el financiamiento es menor a 90 días y la tasa se fija al momento de la cesión, o son

facturados mensualmente (factoraje vencido con recurso), cuando excede de 90 días y la tasa es variable ajustándose a la variación de alguna tasa líder (la mayor de un grupo de tasas de mercado), representativa del costo del dinero.

Al momento de recibir el monto de la cobranza, el Factor descontará el anticipo realizado y en su caso los intereses acumulados.

De no recibir la cobranza, se genera un cargo (intereses moratorios) por el financiamiento adicional al Cedente. Es por esto que el Cedente determina en el contrato el plazo de vencimiento de los documentos, adicionando días a la fecha de pago de los documentos, de acuerdo con su experiencia con sus Compradores, lo cual le evitará cargos adicionales o financiamientos a plazos inadecuados.

Dentro de este tipo de factoraje, se hace una subclasificación de acuerdo al encargado de realizar la cobranza.

Si el Cedente, de acuerdo con el contrato de factoraje celebrado, es el encargado de realizar la cobranza, se habla de que es un factoraje con cobranza delegada.

En caso contrario el Factor es el encargado de realizar la cobranza, por lo que se denominará, factoraje con cobranza directa; en este caso es común que el Factor cargue adicionalmente al Cedente, un honorario derivado de la gestión global del proceso de cobranza.

En México es un requerimiento en el caso del factoraje con cobranza directa, que el Factor notifique la cesión al Comprador. Esto además de ser engorroso es poco factible que se realice en forma efectiva, por lo que se tiende a fomentar la cobranza delegada, solicitando al Cedente garantías adicionales.

1.5.2. FACTORAJE CON RECURSO LIMITADO.

En esta modalidad el Factor compra los derechos de crédito, sin recurso hacia el vendedor (Cedente) esto es cubriendo exclusivamente los riesgos de falta de pago derivado de la insolvencia del deudor (Comprador) o a su negativa de pagar como acto de mala fe.

De tal suerte que el recurso hacia el Cedente se limita a que este responderá mediante la recompra de la cartera cedida, en los casos de que la falta de pago se derive entre otras cosas de la calidad, naturaleza, especificaciones, condición, entrega o desempeño de los productos o servicios vendidos o directamente atribuibles a otros aspectos de la relación entre el Cedente y el Comprador. En este tipo de contratos el Factor es el responsable de efectuar la cobranza.

En México, éste tipo de factoraje generalmente sólo se otorga a empresas con amplia reputación crediticia (empresas triple "A"), siendo en su mayoría empresas que son subsidiarias mexicanas de una empresa transnacional, que por razones fiscales de acuerdo con la legislación de su país de origen, deciden optar por este tipo de factoraje, ya que éste no representa para las empresas un apasivamiento adicional y sí refleja la realización de las cuentas por cobrar.

1.6 OTROS PRODUCTOS DERIVADOS.

Dentro de los tipos de factoraje existentes, se han desarrollado productos especializados, los cuales debido a un uso específico han generado nichos de mercado, en los cuales han desempeñado un valor agregado que los distingue.

1.6.1. FACTORAJE A PROVEEDORES (FAP).

Este es un factoraje que puede ser con recurso o con recurso limitado, (dependiendo si el cedente endosa los documentos con o sin responsabilidad), en el cual el Factor adquiere títulos de crédito (pagarés o letras de cambio), expedidos por lo general a proveedores de grandes cadenas comerciales. Aquí aún y cuando puede existir el recurso contra el vendedor (Cedente), el riesgo real que representa la cesión para el Factor es el Comprador ya que los títulos de crédito significan la aceptación de pago y liberan al proveedor del riesgo de impugnaciones (devoluciones, consignación etc).

De ahí el nombre que refleja que el factoraje esta enfocado a los Proveedores del Comprador. (ver figura 1)

Existen dos modalidades principales, el FAP abierto y el cerrado.

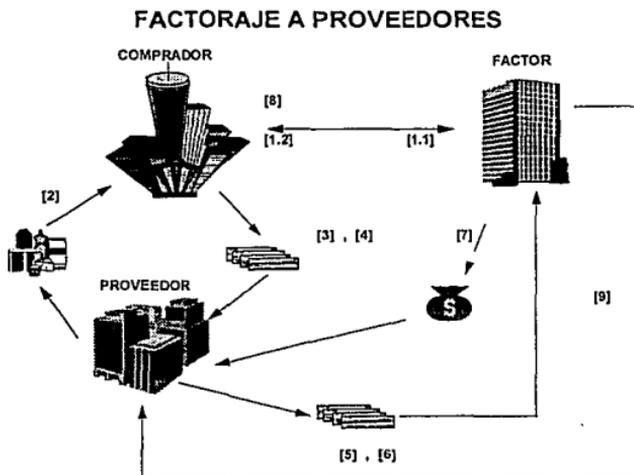
En FAP cerrado los compradores (empresas o industrias) acuden al Factor a solicitar una línea de factoraje, por la cual el Factor este dispuesto a tomar los títulos de crédito que el comprador emita en favor de un número limitado de proveedores, con lo cual el comprador podrá negociar condiciones preferenciales (descuentos), por el pronto pago, a través del factoraje, sin perder liquidez .

En FAP abierto los compradores (tiendas departamentales o de autoservicio), compran mercancía a crédito a sus proveedores, otorgando pagarés o letras de cambio para ser cobrados al vencimiento. Si se trata de empresas triple "A", de acuerdo con los estándares de crédito de los Factores, éstos no requerirán celebrar un contrato de FAP, con los compradores, sino tan solo con los proveedores que acuden a descontar tales documentos para lo cual llenarán un contrato simplificado. En estos casos el proveedor colizará con distintos Factores (como si fuese un commodity), esperando la mejor oferta y servicio.

En el caso de que se trate de empresas medianas o grandes sin una calidad crediticia adecuada, el Comprador tendrá que negociar con el Factor las condiciones en que operarán , solicitándose a los proveedores el endoso con responsabilidad, por tanto será con recurso.

Debido al gran número de proveedores micro y pequeñas empresas de las grandes cadenas de tiendas de menudeo , y por tanto de su repercusión en la economía del país, el gobierno a través de la banca de desarrollo ha elaborado programas de apoyo específicos para proveer a los Factores de los recursos que deberán de orientarse a través de éste producto. Cabe mencionar que este tipo de cartera que adquieren los Factores es de gran calidad crediticia.

FIGURA 1



[1.1] En caso de FAP cerrado el Comprador acude al Factor solicitando el equivalente a una línea de crédito para el pago a sus Proveedores. El Factor después del análisis de crédito determinará e informará al Comprador hasta qué monto y qué Proveedores han sido autorizados.

[1.2] En caso de FAP abierto, el Comprador tiene una alta calidad crediticia, o sea que se trata de una empresa triple "A", por lo que el Factor determina un monto máximo a concentrar, esto es, para destinar a la compra de derechos de crédito a cargo del Comprador específico, al cual acude solicitando se le permita promover el factoraje entre sus Proveedores.

[2] El Comprador, realiza compras a crédito, de bienes y servicios de sus Proveedores.

[3] El Comprador emite documentos (pagarés o letras de cambio), para ser cobrados por los Proveedores a su vencimiento.

[4] Alternativamente el Comprador les informa a sus Proveedores el hecho de que podrán descontar los documentos con el (los) Factor(es) indicado(s).

[5] Los Proveedores (Cedentes), acuden con el Factor con los que su cliente (Comprador), tenga establecida línea de crédito y sean elegibles (si FAP cerrado), o con cualquiera que acepte documentos del Comprador (si FAP abierto), a descontar sus documentos y así hacerlos efectivos antes de la fecha de vencimiento.

El Proveedor para elegir con qué Factor descontará sus documentos, por lo general cotizará por teléfono con los distintos Factores elegibles, de manera de conocer qué Factor otorga las mejores condiciones (tasa), siendo muy fácil de determinar al comparar el importe neto que recibirán por los documentos.

[6] Para poder descontarlos, deberá endosar los documentos, cediendo su derecho de cobro a favor del factoraje.

a) Si el endoso es con responsabilidad del Proveedor(Cedente), se trata de un factoraje con recurso.

b) Si el endoso es sin responsabilidad del Proveedor, será un factoraje con recurso limitado.

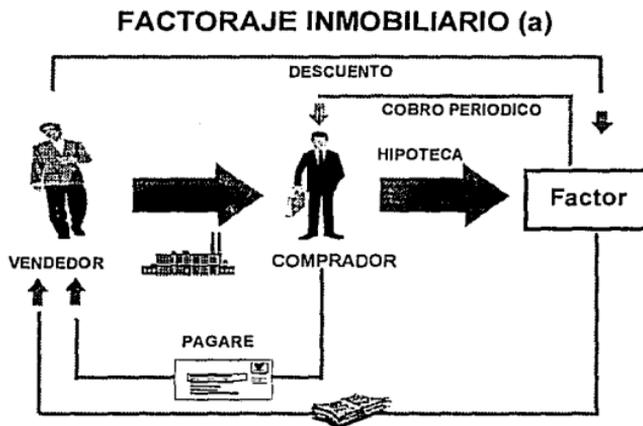
[7] El Factor valida los documentos y a través de un contrato simplificado que firma el Cedente, y en contraprestación de la cesión de derechos, paga un importe menor al valor facial de los documentos,(a menos que sea un FAP cerrado en el que el Comprador cubra el cargo financiero), derivado del descuento por el pago anticipado.

[8] A la fecha de vencimiento (o antes, en caso de así negociarlo con el Comprador), el Factor se presenta al cobro de los documentos.

[9] Si no se realiza el pago y si el endoso fue con responsabilidad (con recurso), el Factor podrá exigir al Proveedor la recompra de los documentos cedidos.

1.6.2. FACTORAJE INMOBILIARIO.

El factoraje inmobiliario agrupa dos productos.:



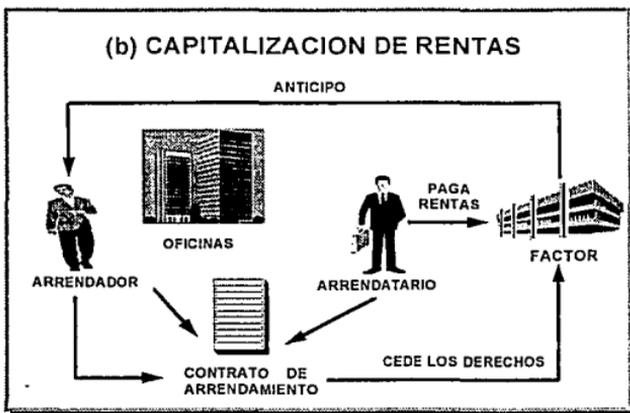
a) El primero consiste en la compra de cuentas por cobrar derivadas de la venta a plazos de bienes inmuebles tales como oficinas, fábricas, bodegas, naves industriales, desarrollos turísticos o casas habitación que realizan principalmente las empresas constructoras o inmobiliarias e inclusive por personas físicas con actividad empresarial.

Este producto puede abarcar, el esquema de pago diferido de los enganches, lo cual es común en los inmuebles residenciales y en los locales comerciales que se encuentran en construcción, en cuyo caso se instrumenta a través de un contrato de factoraje con recurso, donde el Factor evaluará la factibilidad de acuerdo con la solvencia del vendedor.

También se puede financiar la compra de bienes inmuebles, instalaciones comerciales o industriales terminadas en cuyo caso el vendedor que cede los pagarés en los que documenta el pago del bien, no quiere retener el riesgo de

insolvencia de su comprador, por tanto esta operación se instrumenta en base a un contrato de factoraje con recurso limitado con un término variable de hasta 10 o 15 años; el Factor evaluará la solvencia del comprador al cual se le solicitará como garantía la hipoteca del bien inmueble original o de otro cuyo valor sirva de colateral al financiamiento de acuerdo con un aforo establecido.

Debido a la gran demanda que se observa en el mercado mexicano de bienes inmuebles, en general no se tiene el riesgo del deterioro del valor de la propiedad sino al contrario una garantía que incrementa su valor.



b) Capitalización de Rentas. Dentro del Factoraje Inmobiliario, también se incluye la adquisición de los derechos de crédito representados por contratos de arrendamiento de bienes inmuebles.

Este tipo de factoraje inmobiliario, generalmente se otorga cuando el arrendatario tiene una amplia calidad crediticia, como son las grandes cadenas comerciales.

Al cedente, se le abre una línea de crédito, con un aforo de hasta el 50% sobre las rentas no devengadas y dentro del plazo forzoso del contrato, de manera de contar con una garantía de por lo menos 2 a 1 sobre el saldo neto financiado.

El cedente podrá hacer disposiciones múltiples, lo cual le permitirá contar con la liquidez necesaria sin tener que apalancarse con la banca comercial y con la flexibilidad de cubrir capital e intereses de acuerdo a sus necesidades, pero dentro de los límites y condiciones de la línea otorgada.

Los intereses se calculan mensualmente en base a una tasa variable y sobre el saldo promedio.

I.6.3. FACTORAJE INTERNACIONAL.

Producto de las ventas de exportación entre los países, surge la necesidad del Factoraje Internacional. (ver figura 2)

Si un vendedor (Exportador), realiza ventas a un comprador (Importador) en otro país distinto al suyo, generalmente querrá garantizar el cobro de su venta. Tradicionalmente se venían utilizando las Cartas de Crédito, las cuales cumplen con éste propósito, sin embargo su costo resulta ser oneroso para el importador y una desventaja en un mercado competido para el Exportador, además de requerir de una serie de trámites que llevan tiempo en realizarse.

En países cuya producción de un gran número de bienes son mayoritariamente para la exportación, como los países europeos, es común que el Exportador contacte a su Factor (Factor Exportador), el cual generalmente pertenece a una cadena internacional de Factores (como FCI, Factors Chain International), o es subsidiaria de un grupo financiero internacional, el cual contacta a un corresponsal (Factor Importador) en el país del Importador, el cual evaluará la capacidad de pago oportuno del Importador de no ser cliente previo del Factor Importador; este último de aceptar el riesgo, le abrirá una línea de factoraje, con lo cual se agilizará en forma importante el flujo comercial.

El Importador, generalmente firmará un pagaré por operación, garantizando al Factor importador el pago al término del plazo de pago originalmente pactado.

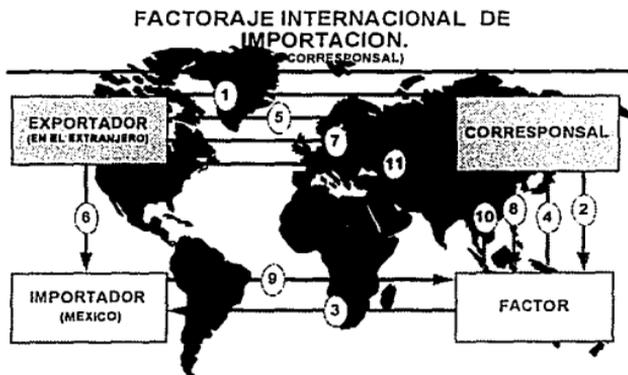
Este tipo de factoraje es con recurso limitado y generalmente no implica financiamiento, aún y cuando es común que si el Importador es sujeto de crédito, se

le ofrezca un financiamiento por un plazo adicional; de igual forma el Exportador puede solicitar anticipos al Factor Exportador.

Cabe mencionar que este factoraje se puede realizar sin la participación del Factor Exportador si estas condiciones son aceptadas por el Exportador, en cuyo caso se denominará factoraje internacional sin corresponsal.

En México el Factoraje Internacional, es poco conocido y por tanto los volúmenes operados por los Factores es mínimo, sin embargo, a partir de la apertura comercial y del Tratado de Libre Comercio las transacciones tenderán a incrementarse y el uso global de este producto hará que se requiera en forma constante.

FIGURA 2



1) El Exportador (del extranjero), contacta a una empresa financiera ya sea Banco o Factor Exportador, el cual se denomina corresponsal.

2) El corresponsal contacta a un Factor en el país (México) al que desea exportar su cliente, para ver si acepta el riesgo de pago del importador mexicano.

- 3) El Factor mexicano (Factor Importador), contacta al importador al cual le solicita información financiera y legal, además realiza las investigaciones necesarias para evaluar, si este es sujeto de crédito.
- 4) El Factor Importador comunica si acepta o no el riesgo del importador y hasta que monto.
- 5) El corresponsal avisa a su cliente.
- 6) De haber sido aprobada la línea, el exportador procede a embarcar la mercancía o prestar el servicio.
- 7) El exportador envía al corresponsal los documentos que amparan la venta (factura) y como y cuando se envió.
- 8) El corresponsal envía documentos al Factor Importador, para que este en base a las condiciones de pago, programe la cobranza.
- 9) El Importador paga el importe al vencimiento al Factor Importador.
- 10) El Factor Importador transfiere el pago al Corresponsal. De no haber recibido el pago el Factor Importador, avisa al Corresponsal de la Causa; si es atribuible al Exportador (falta de mercancía o no se cumplió con las especificaciones), se levanta una disputa. Si la causa es atribuible al Importador que se niega a pagar, el Factor Importador cubrirá de cualquier forma el importe al Corresponsal.
- 11) El Corresponsal paga a su cliente el importe de la factura menos los gastos incurridos por sus servicios y los del Factor Importador.

1.6.4. PREFACTORAJE.

Es el equivalente a un crédito puente, que ocurre al descontar pedidos sobre bienes y/o servicios todavía no entregados o realizados, por los cuales el Cedente puede obtener anticipos con el compromiso de convertirlo en un factoraje al momento de la entrega por lo que también se le conoce como Promesa de Factoraje.

Este tipo de financiamiento se le considera con un riesgo inherente mayor, ya que de no realizarse o entregarse los productos, se carece del recurso hacia el

Comprador. Es por esto que el Prefactoraje se otorga a empresas con amplia solvencia y además generalmente se solicitan garantías adicionales.

1.6.5. FACTORAJE SINDICADO.

Es un factoraje en el cual participan más de un Factor debido principalmente al monto involucrado en las operaciones.

Existirá un Factor Líder en la operación el cual invitará a participar a los demás.

En México es común este tipo de factorajes donde el Cedente es el Gobierno Federal a través de sus instituciones, tales como Seguro Social, Pemex, Comisión Federal de Electricidad etc.

1.6.6. REFACTORAJE.

De acuerdo con la Regla decimo cuarta para las empresas de Factoraje Financiero, éstas podrán celebrar operaciones de refactoraje financiero, es decir, transmitir con o sin responsabilidad los derechos de crédito provenientes de los contratos de factoraje a otros Factores , sujetándose a las disposiciones aplicables.

En la práctica es poco común, debido a que el Factor originador de la cartera no deseará compartir sus beneficios con otro Factor (en caso de no tener la capacidad legal para cubrir un contrato cuantioso, optaría como hemos visto por sindicarlo), a menos de tener alguna problemática , (como pudiera ser la falta de liquidez para hacer frente a sus pasivos), en cuyo caso el Factor comprador de esa cartera analizará la calidad de ésta y ofrecerá un precio que le sea atractivo de acuerdo con el riesgo estimado.

1.7. TASA DE INTERES EN OPERACIONES DE FACTORAJE.

Es importante hacer un análisis financiero de las operaciones de factoraje con el propósito de saber cual es el ingreso derivado de cada operación para poder evaluar si este ingreso, dado el costo del fondeo (que se explica en el capítulo 2do), provee del margen deseado el cual esperan los accionistas del Factor.

Para esto se desarrollan en esta sección, las fórmulas que nos permiten conocer la tasa real de rendimiento en las operaciones de factoraje financiero.

Antes de proceder a su desarrollo es necesario tener en cuenta ciertas consideraciones. Por ejemplo, es costumbre comercial que para el cálculo del valor del dinero en el tiempo en operaciones de factoraje se emplee el Interés Simple. Además la tasa que se cotiza es la tasa de descuento, siendo que el fondeo se cotiza según una tasa de rendimiento; es por esto que a pesar de cotizarse a descuento se calcule la tasa de rendimiento equivalente.

1.7.1 OPERACIONES A DESCUENTO.

Sean :

K , el valor anticipo (financiado).

d , la tasa de descuento.

t , el plazo = No días financiado / 360

D , el descuento, esto es, el interés del financiamiento por anticipado = $K d t$;

o sea capital por rédito por tiempo.

entonces, si V es el anticipo neto , $V = K - D = K (1 - t d)$

Sea i , la tasa de rendimiento en el período t .

entonces el anticipo V más los intereses generados a la tasa de rendimiento i será igual al valor nominal K , o sea

$$K = V (1 + t i)$$

donde se deduce fácilmente que

$$i = d / (1 - t d) \text{ y } d = i / (1 + t i)$$

Pero si además del costo financiero directo derivado del interés, se aplica un honorario, esto es una comisión C , el cual se calculamos como un porcentaje c , del valor anticipo K . (en la práctica se cobra sobre el valor nominal y no sobre el valor anticipo), y si dc es la tasa de descuento agregada por la comisión C , entonces \underline{d} la tasa de descuento total es igual a

$$\underline{d} = d + dc \text{ tal que } dc = c/t$$

por tanto $\underline{d} = d + c/t$

entonces \bar{i} la tasa de rendimiento real será

$$\hat{i} = \underline{d} / (1 - \underline{td})$$

Demostración.

Sea \underline{V} el valor presente neto considerando el descuento adicional derivado de la aplicación del honorario.

$$\Rightarrow \underline{V} = K(1 - \underline{td}) - Kc = K(1 - \underline{td} - c)$$

$$\text{pero } K = \underline{V} / (1 + \hat{i})$$

$$\Rightarrow K = K(1 - \underline{td} - c) / (1 + \hat{i})$$

$$\Rightarrow (1 + \hat{i}) = 1 / (1 - \underline{td} - c)$$

$$\Rightarrow \hat{i} = (\underline{td} + c) / (1 - \underline{td} - c)$$

dividiendo numerador y denominador entre t

$$\Rightarrow \hat{i} = (d + c/t) / (1 - \underline{td} - c/t)$$

como $dc = c/t$

$$\Rightarrow \hat{i} = (d + dc) / (1 - \underline{td} - dc)$$

como $\underline{d} = d + dc$

por lo tanto $\hat{i} = \underline{d} / (1 - \underline{td})$

1.7.2. INTERES A VENCIMIENTO.

En operaciones a plazos mayores a 90 días es común que se cobren los intereses en forma mensual vencida.

Además la tasa pactada al momento de la cesión es una tasa compuesta de una base (tasa base) más un diferencial o margen. Esta tasa base es revisable en forma mensual y es comparada con alguna tasa de mercado o con una tasa denominada líder, que no es más que aquella que sea mayor entre una canasta o muestra de tasas de mercado.

En la actualidad se utilizan como tasas de mercado:

a) CETE, tasa de los certificados de la tesorería de la federación determinada por la S.H.C.P a partir de una subasta semanal y dada a conocer en el diario oficial por el Banco de México para sus distintos plazos, siendo los más usuales para cotizar, la de 28 días o su equivalente a 91 días.

b) C.P.P. costo porcentual promedio de captación de la banca dado a conocer en forma mensual por BANXICO.

c) T.I.I.P. tasa de interés interbancaria promedio diaria, a partir de las operaciones de mercado de dinero de un grupo de bancos participantes.

El propósito de mantener una tasa variable es con el objeto de reducir la posición de riesgo inherente a la variación de las tasas de interés en el tiempo, ya que como veremos gran parte de su fondeo inmediato para cubrir el crecimiento natural de la cartera, es a corto plazo (alrededor de 30 días), y por tanto el Factor buscará asegurar su margen independientemente de las variaciones del mercado hasta no tener su fondeo a los plazos adecuados.

CAPITULO II OPCIONES PARA EL FONDEO DE LAS OPERACIONES.

II.1 DEUDA

Los Factores, al ser intermediarios del crédito, su gestión principal consiste en pedir prestado para prestar. Por tanto son empresas con una palanca financiera alta (Deuda / Capital), comparados con empresas de otros giros.

II.1.1 CREDITOS BANCARIOS COMERCIALES.

El medio de fondeo tradicional de los Factores, es la Banca Comercial. Así como los Factores analizan los riesgos de crédito de sus clientes, a su vez, los Bancos analizan la situación financiera de los Factores, haciendo énfasis en la experiencia crediticia, sobre todo en cuanto a la proporción que guarda la cartera vencida con respecto a la cartera total y al capital contable.

Principales Características del Crédito Bancario.

Plazo. Por lo general los bancos otorgan líneas de crédito revolventes a plazo de 1 año, a través de disposiciones con término máximo de hasta 90 o 180 días y cuyo monto dependerá de varios factores, principalmente de la política interna de concentración de riesgo en un acreditado que tenga el banco, del tamaño de la cartera del Factor y del resultado de la evaluación crediticia antes mencionada.

Garantías. El giro en México está considerado riesgoso, tal vez por el excesivo número de Factores o quizás por el número reducido de Factores con sólida situación financiera y por supuesto al corto plazo de existencia en el Medio Financiero. Es por esto que los bancos prefieren instrumentar su financiamiento a los factores como "Créditos Prendarios" o "Con Garantía Colateral" de la cartera de crédito de los Factores, con un aforo que oscila entre 1.1 a 1.5 veces el monto financiado. Esta prenda tiene como depositarios a apoderados del Factor principalmente al Director General o algún director de primer nivel.

En el caso de Factores subsidiarias de bancos o grupos financieros, las líneas suelen ser con el aval de sus tenedoras exclusivamente.

Coberturas y Accesorios. También es común que del monto de línea asignado por el acreditante, se especifique un porcentaje quirografario y/o un monto de sobregiro de línea hasta por un 10%, además de líneas de sobregiro en cheques y/o de toma en firme a la cuenta corriente del Factor, para cubrir los cheques que reciben de los compradores, los cuales ocasionalmente pueden no tener fondos, pero al tomarse en firme, permiten al Factor su disposición inmediata, ya sea para el pago de adeudos o inversión y por tanto mejorar su productividad.

Moneda. Los créditos pueden ser por lo general denominados indistintamente en moneda nacional o en dólares americanos; pero en el último caso, de no estar respaldado por una garantía denominada en la misma moneda, se pide se contrate cobertura cambiaria al menos por el monto equivalente al principal.

Comisiones y otros Gastos. A pesar de que los bancos cargan una comisión adicional de 0 a 1% sobre el monto de la línea al sector empresarial, en el caso de los Factores y en general a intermediarios financieros no se aplica. Los cargos adicionales, son los gastos de ratificación del contrato anual.

Ejercicio de la Línea. Las condiciones son fijadas al momento de cada disposición, en las cuales se determina monto, plazo y tasa, la cual es fija y con pago de interés al vencimiento calculado a interés simple por los días naturales transcurridos, teniendo siempre como fecha de vencimiento un día hábil bancario.

Una vez realizada alguna disposición de crédito, en el caso de solicitar la cancelación anticipada, se penaliza de acuerdo con el contrato marco, teniendo un costo de hasta el 1% sobre el principal.

No mencionamos como un cargo usual, los intereses por mora (los cuales pueden ser hasta de 2 o 3 veces la tasa ordinaria), dado que si bien, eventualmente se podría llegar el caso de pago más allá del término pactado, esta situación no es tolerada por el banco y generaría la cancelación de la línea.

Tasas. Las tasas que ofrece la banca comercial, dependen de la liquidez del Sistema Financiero, y de cada institución en lo particular. En general las tasas son

las más bajas disponibles, por ser los Factores grandes mayoristas para los bancos, sin embargo, tienden a ser mayores a menores montos de cada disposición y a menores plazos.

Ejemplo:

El Factor "Q" tiene establecida una línea de crédito con el banco "B" por NPs 100 millones, y al amparo de ésta solicita una disposición por NPs 20 millones a un plazo de 28 días, por lo cual "B" cotiza una tasa de 14% pero por 29 días dado que la fecha a 28 días corresponde a un día inhábil bancario.

En caso de efectuarse (cerrar) la operación, el banco "B" depositará en la cuenta corriente que le lleva a "Q", la cantidad de NPs 20 millones, a cambio de un pagaré cuyo formato tiene establecido "B" y que refleja las condiciones pactadas (incluyendo tasa moratoria), y además las firmas de los apoderados de "Q" y su avalista en caso de existir. También se anexará la relación de la cartera de factoraje que se otorga en prenda y que corresponderá a un monto de acuerdo con el aforo establecido en el contrato (Ej. Si aforo 1.25, entonces la relación de cartera deberá sumar NPs 25 millones = 20×1.25).

Al cumplirse la fecha de vencimiento el Factor "Q" deberá liquidar el principal más los intereses, esto es:

$$\text{NPs } 20 \text{ millones} * (1 + (.14 * 29 / 360)) = \text{NPs } 20'225,555.56$$

En el caso de financiamientos en dólares, se tiene además del cargo por cobertura (que se explica más adelante en el tercer capítulo), el withholding tax, o impuesto que la ley mexicana obliga a las entidades financieras que pagan intereses en el extranjero a retener a sus acreditantes o fondeadores, el cual equivale al 4.9% (durante 1994 y 1995), el cual absorbe como costo el acreditado, que en este caso es el Factor.

II.1.2 CREDITOS CON LA BANCA DE DESARROLLO.

La Banca de Desarrollo con el afán de poder apoyar a los sectores productivos estratégicos, principalmente a aquellos que no atiende debidamente el sector bancario, ha creado programas específicos, para lograr su objetivo a través de los Factores. Los Bancos de desarrollo más activos y con programas más importantes son Nafin y Bancomext.

II.1.2.1 NACIONAL FINANCIERA S.N.C. "NAFIN".

Nafin, opera con cinco programas de descuento correspondientes a fideicomisos de fomento; estos programas están divididos en cuanto a la derrama destinada a modernización, desarrollo tecnológico, mejoramiento ambiental, parques industriales y capital de trabajo.

Para hacer llegar los recursos a los usuarios finales, Nafin ha utilizado tradicionalmente a la banca comercial (de 1er Piso), sin embargo, para que estos recursos llegasen a un mayor número de usuarios, se amplió la intermediación a las organizaciones auxiliares del crédito, entre ellos claro está, los Factores.

Así, a partir de 1991 comenzó con un programa para apoyar a los micro y pequeños proveedores de Cifra, éste documenta sus compras a través de un pagaré, el cual descontarán los cedentes con el Factor y éste a su vez lo descontará con Nafin.

El programa en el que participan los Factores, se hizo general no tan sólo a otras cadenas de autoservicio sino a la micro y pequeña empresa no importando su comprador. Sin embargo al no haber garantía de Nafin, el Factor descansa en el riesgo del comprador, por lo que se enfoca casi exclusivamente al apoyo de los proveedores de grandes compradores.

Hoy en día existe la tendencia de unir los 5 programas Nafin en uno solo, y de dar acceso a los Factores a redescotar una mayor gama de operaciones.

Condiciones. La tasa de fondeo para el Factor es por lo general variable en forma mensual con respecto al C.P.P-Nafin (el cual por lo general es el C.P.P. publicado

por BANXICO para el mes anterior), más un diferencial de acuerdo con las condiciones pactadas con Nafin y del programa; los intereses se pagan en forma mensual sobre el saldo promedio del mes y el capital se paga al vencimiento. La mayoría de los programas sólo contemplan financiamiento en Moneda Nacional y el margen es variable dependiendo de las condiciones pactadas, del programa y del tipo de empresa beneficiaria (micro, pequeña, mediana o grande)..

Ultimamente se han establecido algunos programas a tasa fija y con plazos de hasta 7 años, con el objeto de apoyar a determinados sectores.

La mecánica para obtener los recursos es razonablemente ágil, obteniéndose en un plazo de 1 día hábil posterior al día en que se presenta la información, a través de un diskette.

Debido a la variación de las tasas en el tiempo, principalmente en periodos de tasas al alza, puede ocurrir que la tasa Nafin sea superior al costo de la banca comercial, debido a la revisión mensual, ya que en créditos bancarios comerciales la tasa es fija durante todo el período.

El monto de la línea es amplio debido a que se fija en base al capital contable del Intermediario Financiero (el Factor), y es una opción segura en cuanto a su disposición, sin la incertidumbre de variaciones coyunturales de liquidez en el mercado.

De ampliarse el acceso a los Factores a otro tipo de operaciones, podría adecuarse también el sistema de garantías que ofrece a la banca, esto es, dado que algunos de los sectores a los que se enfocan los programas, representan riesgos crediticios importantes, Nafin ofrece mediante una sobretasa (o sea reducción del margen al intermediario financiero), una garantía de hasta el 50% del crédito otorgado en caso de no pago.

II.1.2.2 BANCOMEXT.

El Banco Nacional de Comercio Exterior (BANCOMEXT), tiene dentro de sus principales prioridades apoyar el ciclo de exportación, esto es, apoyar no sólo al

exportador final sino también al proveedor del exportador final (exportador indirecto), e inclusive al proveedor de estos exportadores indirectos y a los exportadores potenciales.

Para ello creó inicialmente programas de apoyo a los exportadores indirectos a través de empresas de Factoraje y día con día sigue extendiendo a prácticamente todos sus programas el apoyo crediticio por medio de los Factores. Preferentemente Bancomext no comparte el riesgo, a excepción de los financiamientos a través de la Tarjeta Exporta.

Condiciones. El financiamiento puede ser en Moneda Nacional o en Moneda Extranjera. Para los créditos en Moneda Nacional, la tasa es variable en forma mensual tomando como base la mayor entre el C.P.P. y la T.I.I.P al momento de revisión; pero a diferencia de Nafin, el margen es libre, para gran parte de sus programas. En los financiamientos en Moneda Extranjera, la tasa y el plazo dependerán a su vez del fondeo de Bancomext, que por lo general es con la Banca de Desarrollo de los países que exportan, por ejemplo con el Eximbank en los Estados Unidos, o el E.D.C. de Canadá entre otros, o de sus líneas globales de acuerdo al programa de apoyo a exportadores.

Los recursos pueden solicitarse en Moneda Extranjera aún y cuando los documentos descontados estén denominados en Moneda Nacional, en cuyo caso es aconsejable contratar simultáneamente la cobertura cambiaria correspondiente. En los créditos a corto plazo el principal e intereses son pagados al término de cada cesión descontada, ó también puede ser calculado en base a un plazo ponderado tomando en cuenta el monto y los días a los cuales se descuentan las distintas cesiones. Esta última opción, genera una diferencia entre el factoraje y su fondeo. Por ejemplo si se descuentan dos cesiones por el mismo importe pero con vencimientos a 1 y a 2 meses respectivamente; entonces el fondeo con Bancomext será a 1.5 meses, lo cual significa que se tendrá una posición larga (mayor financiamiento del necesario) por medio mes, ya que se deberá haber cobrado la

primer cesión precisamente al mes del fondeo y se tendrá una posición corta (menor financiamiento del requerido) por medio mes posterior al pago del fondeo que es previo al cobro de la segunda cesión.

De establecer este procedimiento y para evitar una exposición de riesgo importante, es conveniente agrupar los cesiones con plazos semejantes en cada descuento, ya que se pueden hacer varios descuentos el mismo día.

En los créditos a largo plazo el capital se paga en exhibiciones iguales durante el plazo del crédito, existiendo generalmente la posibilidad de obtener plazos de gracia de pago de capital. Los intereses son pagados en forma mensual vencida de acuerdo a las condiciones contractuales que pueden incluir tasa variable o fija. Antes de descontar los documentos adquiridos en factoraje financiero, deberá darse de alta al cedente en Bancomext, para lo cual es necesario presentar una solicitud que contiene información del cedente, principalmente en lo que respecta al giro, clave arancelaria del cedente o del exportador al que vende su mercancía así como del monto anual de ventas, y su revolvencia.

Los recursos solicitados a Bancomext estarán disponibles hasta 3 días hábiles posteriores a su aprobación, la cual suele ser al día siguiente de la solicitud, en los financiamientos a corto plazo y hasta conocer las condiciones del banco extranjero en su caso o de acuerdo al trámite de cada programa en el largo plazo.

Existe el compromiso, si así lo requiere el programa por parte del Factor, de pagar los financiamientos a largo plazo en forma anticipada en el caso de cancelaciones o pagos anticipados de los documentos descontados.

Las líneas de crédito que establece Bancomext con los Factores, son anuales, y el monto es variable, tomando en cuenta la participación en sus programas y el buen uso de los créditos, y obviamente la situación financiera del Factor, Bancomext estará dispuesta a incrementar el monto de línea. La bolsa o monto disponible para financiar a los Factores con sus distintos programas es considerable y año con año se incrementa, pues es considerado de gran importancia ya que a través

de los Factores le ha sido posible extender sus financiamientos a un mayor número de empresas, principalmente medianas pequeñas y micro a las cuales no se había podido acceder en tal volumen por medio de la banca comercial.

II.1.2.3 BANCA DE DESARROLLO EXTRANJERA.

Es posible también acceder financiamientos de bancos de desarrollo extranjeros, algunos de ellos solicitan el aval o la participación de un banco comercial e inclusive la participación directa de Bancomext.

a) Eximbank de los Estados Unidos. Es posible financiarse directamente, sólo en los casos en que el Factor pertenece a algún grupo financiero con Banco, en caso contrario, deberá hacerse el trámite a través de un banco comercial ya sea mexicano o del extranjero, siendo muchas veces preferible hacerlo a través de un banco en los Estados Unidos, con lo que se reduce la comisión, dado que varios bancos comerciales mexicanos a su vez tramitan sus operaciones por medio de un banco en los Estados Unidos.

Eximbank ha establecido un programa "Eximbank Bundling Facility", para facilitar y eficientar los financiamientos a las exportaciones de cierto tipo de bienes y servicios de empresas de los Estados Unidos.

El Factor comprará los títulos de crédito producto de la venta a plazos de tales bienes y servicios y dará financiamiento al importador mexicano, solicitando participar del programa de Bundling.

El programa funciona como una línea de crédito que otorgará el Eximbank , a través de un banco en los Estados Unidos (arrender), el cual promoverá con Eximbank o con recursos propios, financiamientos temporales hasta por 180 días con el objeto de que los montos que se vayan solicitando de uno o más clientes (importadores mexicanos), se acumulen; una vez que estos créditos sumen un cierto monto (US \$ 2 millones), se emitirán notas a mediano plazo (ver MTN'S en el siguiente capítulo) en el mercado de valores Norteamericano.

El Eximbank otorga por medio del pago de una prima (2.75%, 2.53% en plazos de 3 y 5 años respectivamente), una garantía sobre estas notas (Ex-Im Note), por lo cual cobra una comisión, lo cual hace que, para el inversionista de estos títulos, considere que el riesgo es aquel que represente el Gobierno de los Estados Unidos, por lo que el riesgo es mínimo y por tanto los rendimientos ofrecidos son bajos, lo cual permite reducir el costo de fondeo al Factor.

Los títulos pueden ser emitidos a tasa fija o variable, dando la oportunidad a en caso de convenir al Factor de realizar un Swap, sin embargo lo aconsejable es que el tipo de tasa que se elija coincida con aquel que se cobre al cliente, evitando el riesgo de tasa de interés para el Factor.

En caso de no alcanzar el monto mínimo en el plazo establecido (1 año), Eximbank lo canaliza a sus programas tradicionales.

Ejemplo

Supongamos que el Factor desea establecer este tipo de programa, con las siguientes condiciones

Solicita una línea por US \$10 millones en dos paquetes,

- a) uno por US\$5 millones con plazo a 5 años y
- b) otro por US\$5 millones a 3 años,

durante el período de transición, se considerará una

tasa de 1/4% sobre la tasa LIBOR a 6 meses (sea 4.625%)

y una vez consolidadas, ambos paquetes tendrán una tasa variable (floating rate notes), la cual se determina, como un costo adicional (sea el spread= 65 pts base), sobre

- a) la tasa de 3 años de los "U.S. Treasury Notes".(sea 5.94%)
- b) la tasa de 2 años US Treasury Notes. (sea 5.56%)

Se considera además un costo de US\$ 5 mil por gastos legales.
y una comisión de 0.0625%.

a) Tabla de amortización (Prima Eximbank = 2.75% ⇒ riesgo país)

	Monto a Colocar	Saldo Insoluto	Pagos a Capital	Pago de Intereses	Comisión	Tasa de Interés	Diferencial (Spread)	Tasa Total
16-Jun-94	5,000,000				140,000			
15-Dec-94		5,000,000	0	123,229		4.625%	0.250%	4.875%
15-Jun-95		4,500,000	500,000	166,581		5.940%	0.650%	6.590%
15-Dec-95		4,000,000	500,000	150,746		5.940%	0.650%	6.590%
15-Jun-96		3,500,000	500,000	133,997		5.940%	0.650%	6.590%
15-Dec-96		3,000,000	500,000	117,247		5.940%	0.650%	6.590%
15-Jun-97		2,500,000	500,000	99,948		5.940%	0.650%	6.590%
15-Dec-97		2,000,000	500,000	83,748		5.940%	0.650%	6.590%
15-Jun-98		1,500,000	500,000	66,632		5.940%	0.650%	6.590%
15-Dec-98		1,000,000	500,000	50,249		5.940%	0.650%	6.590%
15-Jun-99		500,000	500,000	33,316		5.940%	0.650%	6.590%
15-Dec-99			500,000	16,750		5.940%	0.650%	6.590%
			5,000,000	1,042,443				

Tasa Interna de Retorno 7.386%

b) Tabla de amortización (Prima Eximbank = 2.53% ⇒ riesgo país)

	Monto a Colocar	Saldo Insoluto	Pagos a Capital	Pago de Intereses	Comisión	Tasa de Interés	Diferencial (Spread)	Tasa Total
16-Jun-94	5,000,000				129,000			
15-Dec-94		5,000,000	0	123,229		4.625%	0.250%	4.875%
15-Jun-95		4,166,667	833,333	156,975		5.560%	0.650%	6.210%
15-Dec-95		3,333,333	833,333	131,531		5.560%	0.650%	6.210%
15-Jun-96		2,500,000	833,333	105,225		5.560%	0.650%	6.210%
15-Dec-96		1,666,667	833,333	78,919		5.560%	0.650%	6.210%
15-Jun-97		833,333	833,333	52,325		5.560%	0.650%	6.210%
15-Dec-97		0	833,333	26,306		5.560%	0.650%	6.210%
			5,000,000	674,510				

Tasa Interna de Retorno 7.250%

Tabla de amortización consolidada

	Monto a Colocar	Saldo Insoluto	Pagos a Capital	Pago de Intereses	Comisión	Tasa de Interés	Diferencial (Spread)	Tasa Total
16-Jun-94	10,000,000				269,000			
15-Dec-94		10,000,000	0	246,458		4.625%	0.250%	4.875%
15-Jun-95		8,666,667	1,333,333	323,556		5.750%	0.650%	6.400%
15-Dec-95		7,333,333	1,333,333	282,278		5.757%	0.650%	6.407%
15-Jun-96		6,000,000	1,333,333	239,222		5.767%	0.650%	6.417%
15-Dec-96		4,666,667	1,333,333	196,166		5.782%	0.650%	6.432%
15-Jun-97		3,333,333	1,333,333	152,273		5.804%	0.650%	6.454%
15-Dec-97		2,000,000	1,333,333	110,054		5.845%	0.650%	6.495%
15-Jun-98		1,500,000	500,000	66,632		5.940%	0.650%	6.590%
15-Dec-98		1,000,000	500,000	50,249		5.940%	0.650%	6.590%
15-Jun-99		500,000	500,000	33,316		5.940%	0.650%	6.590%
15-Dec-99		0	500,000	16,750		5.940%	0.650%	6.590%
Total			10,000,000	1,716,953				

Tasa Interna de Retorno 7.329%

b) C.C.C. (Commodity Credit Corporation). En casos específicos, como es el de los comercializadores y productores de productos básicos, los cuales importan cantidades importantes a los Estados Unidos, se puede tramitar el financiamiento en forma directa con el C.C.C., el cual otorga créditos para la exportación de los productos básicos de los Estados Unidos, a tasas sumamente bajas. En este caso los créditos son a un plazo máximo de 6 meses con pago de intereses mensual a tasa fija y pago de principal al vencimiento.

Estos tipos de financiamiento pueden ser una opción importante en el caso de establecer como estrategia nichos de mercado relacionados con este tipo de actividad, donde el Factor adquirirá los derechos de crédito de las ventas, de los productores de básicos en los Estados Unidos, pero teniendo como riesgo el del importador mexicano.

Debido a que esta institución establece sus líneas de crédito por cada Nación, es necesario que el Factor presente una solicitud ante la S.H.yC.P., para que sea considerado como elegible.

c) Otras Instituciones en el Extranjero. Cada País cuenta con instituciones de fomento, cuyo objetivo principalmente es el fomentar la exportación de bienes y servicios nacionales, ofreciendo tasas blandas.

Algunos de estos bancos (Export - Import banks), prefieren trabajar a través de Bancomext o con los corresponsales de bancos comerciales en su país, sin embargo otros acceden a trabajar en forma directa con el Factor.

Dentro de un marco general se pueden obtener condiciones especiales de acuerdo con los programas existentes en cada Export-Import bank en particular.

El hecho de que la mayoría de las transacciones comerciales se realice con los Estados Unidos, provoca que exista un mayor contacto con las instituciones de ese país, sin embargo, también es común por las relaciones comerciales de México, que se realicen operaciones con Export-Import banks europeos y asiáticos.

II.1.3. ASEGURADORAS Y AFIANZADORAS.

De éstas compañías, principalmente las aseguradoras, generalmente cuentan con excesos de liquidez a corto plazo, la cual suelen invertir en Casas de Bolsa, a tasas de mercado. Sin embargo y de acuerdo con el marco regulatorio actual, les es permitido el financiar a organizaciones auxiliares del crédito y por tanto a los Factores con lo que obtienen un rendimiento mayor a su inversión.

Sin embargo y como antes fue expuesto, el sector de Empresas de factoraje es considerado riesgoso, y por tanto son pocas las compañías Aseguradoras y Afianzadoras que extienden líneas de crédito a los Factores.

Las condiciones de las disposiciones de crédito son semejantes a las de un crédito bancario comercial.

II.2 DEUDA PÚBLICA EN EL MERCADO MEXICANO.

Debido al auge e importancia que ha cobrado el factoraje financiero, el financiamiento a través de líneas bancarias, no ha sido suficiente. Es por eso que se solicitó a las autoridades hacendarias, la legislación necesaria para que los Factores pudieran participar en el mercado bursátil de deuda.

Con la circular 1/91 y 1/91 bis de Banxico, se autorizó el financiamiento a través de la emisión de títulos en masa, para la colocación entre el gran público inversionista de 3 instrumentos bursátiles de deuda que se describen a continuación.

II.2.1 PAPEL COMERCIAL.

El Papel Comercial, debe emitirse a descuento y con plazos entre 28 días y un año. En un principio se requería de un "encaje" , esto es la inversión obligatoria de un porcentaje (30%) de los recursos obtenidos de la colocación de dicho papel, en valores gubernamentales, con lo cual se encarecía tanto este financiamiento que prácticamente no se utilizó.

Con la modificación a la LGOYAAC en julio de 93 se condicionó en general a los instrumentos de deuda a ser calificados por empresas autorizadas, con lo cual se eximió de cualquier "encaje", relacionado con su emisión.

Los pagarés con que se documentan estos créditos deberán estar denominados en Moneda Nacional y no devenguen intereses, por lo que su costo directo será el efecto financiero a partir de su colocación a descuento.

Los costos indirectos o relacionados serán el costo de la calificación, la comisión por toma en firme, estudio de factibilidad y publicidad de la Casa de Bolsa que los coloque, así como la comisión por aceptación y cuota del representante común.

Además se deberá considerar los costos de la Bolsa Mexicana de Valores (BMV) y el Indeval.

Deberá tomarse en cuenta las perspectivas de las tasas de interés de los créditos alternativos en el periodo de cada emisión, ya que puede ser adverso el costo de ésta en un futuro; generalmente es posible el prepago, pero se deberá cubrir una pena importante por cancelación.

Ejemplo

Emisión	NP\$ 35,000,000
Plazo	1 año 13 periodos de 28 días
	* Nota El Factor realizará emisiones por el mismo monto al mismo plazo (28 días), durante 13 periodos.
Tasa Base	16.50% de rendimiento de la emisión de CETES 28 días
Sobre-tasa	5.50%
Tasa Global	22.00% de rendimiento nominal de la emisión
	21.63% de descuento nominal de la emisión
Periodo	28 días de cada emisión (amortización y pago de intereses).

Gastos de Emisión.

Iniciales

- Calificadora de Valores
Honorarios 0.0900% Anual
- Comisión Nacional de Valores.
Inscripción 3,730 al Registro Nacional de Valores e Intermediarios.(RNVI)
Derechos Registro 0.0900% Artículo 32 f) de la Ley de Derechos (1994)
- Casa de Bolsa Colocadora
Comisión 1 0.83% Estudio financiero y trámites

Recurrentes

- Casa de Bolsa Colocadora
Comisión 2 0.0214% Toma en firme y colocación en el mercado
- Bolsa Mexicana de Valores.
Cruce 0.0064% Sobre cada colocación.

Indeval	
Custodia	0.0012% Sobre cada colocación.
- Otros Gastos	1,370 Publicación Oferta Pública y Honorarios del Representante Común (Sobre cada colocación)

Flujo de Efectivo

Período	Monlo de la emisión	Gastos Iniciales	Gastos Recurrentes	Intereses Anticipados	Flujo de Efectivo	Valor Presente
1	35,000,000	355,480	11,517	588,814	(34,044,189)	34,044,189)
2	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	589,512
3	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	578,888
4	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	566,456
5	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	558,211
6	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	548,151
7	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	536,273
8	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	528,572
9	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	519,046
10	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	509,692
11	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	500,507
12	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	491,487
13	35,000,000	0	11,517	588,814	600,331	482,629
	0	0	0	0	35,000,000	27,630,765

Tasa Interna de Retorno 23.60%

II.2.2 PAGARES FINANCIEROS A MEDIANO PLAZO.

A diferencia del Papel comercial, estos son créditos que se documentan con pagarés a la par, en Moneda Nacional, pero a mediano plazo, esto es, de 1 a 3 años inclusive.

Los intereses se pagan en forma vencida, ya sea que se pacte al término de los títulos (lo cual no es común), ó trimestral o períodos semejantes de 84 a 100 días, de manera que sean múltiplos del plazo original. En el caso de pagos periódicos de intereses, la tasa variará cada mes, o cada 28 a 30 días según sea el caso, debiendo publicar las distintas tasas que se encuentren vigentes de manera que el inversionista en este instrumento conozca de antemano el rendimiento.

La tasa de rendimiento bruto de los títulos es el resultado de sumar un diferencial sobre una tasa líder, esto es, la mayor de una canasta de tasas de mercado, que incluyen principalmente instrumentos bancarios como los Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento y los certificados de depósito bancarios, así como las

tasas de rendimiento en colocación primaria de Cetes, Bondes (ver el Cálculo de Tasas en el anexo i) y tasas representativas de mercado como la TIIP y el C.P.P..

La amortización de los títulos y los cupones se hacen contra su presentación en su correspondiente fecha de vencimiento. El pago de intereses se calcula en base a interés simple por los días naturales de que efectivamente consten los períodos respectivos de cada cupón.

Los títulos son depositados en el S.D. Indeval institución para el depósito de valores en cuyo domicilio son liquidados los pagos.

La calificación por empresa autorizada es forzosa (ver Calificación de Valores, en el siguiente capítulo), no existiendo requerimientos de "encaje" o "de liquidez", tampoco es forzosa la participación de un representante común aunque es recomendable debido a la importancia de su función que es la de calcular y publicar las tasas de interés de la emisión, darlas a conocer a la CNV, BMV e Indeval y depositar en este último los importes correspondientes a los pagos.

(ver anexo iv "Costo del financiamiento con Pagarés Financieros").

El costo de emisión puede llegar a ser con el tiempo superior al costo del dinero a corto plazo, pero precisamente lo que se busca con este tipo de instrumentos a mediano plazo es garantizar los recursos y con ello hacer menos sensible a los altibajos del mercado y principalmente a la disponibilidad.

Ejemplo

Características del los Títulos.:

Fecha de Emisión	01-Jan-94
Plazo	1,092 días
	12 períodos de 91 días
	39 períodos de 28 días
	36 meses
	3 años
Vigente en el 1er Año	365 días
Monto Autorizado	50,000,000
Emisión	50,000,000
Tasa De Rendimiento	(Condiciones)
La Mayor entre	10,00%
ó	3.2 . puntos

Sobre la Mayor de:	A los siguientes Plazos:	Tasa de Rendimiento Inicial	
		Nominal	Capitalizada a 91 Días
CETES	28	16.49%	16.73%
	91	17.77%	17.77%
	182	16.63%	16.29%
	364	16.55%	15.60%
CEDES Personas Físicas.	60	17.88%	18.02%
	90	17.82%	17.82%
	180	17.53%	17.17%
Pagarés R.L.V. Personas.Físicas	28	17.65%	17.92%
	91	17.86%	17.86%
	182	17.50%	17.13%
Tasa Base	18.02%		
Sobretasa	3.00%		
Tasa de Rendimiento Inicial	21.02%		

Gastos Iniciales

Estudio y Trámite de

Inscripción en el R.N.V.I.
Inscripción en el R.N.V.I.

NPs 3,655 Seg. Ley Gral Derechos Art.31 B
90,000 Seg. Ley Gral Derechos Art.32 Frac.1 C)
1.8 Al Millar por los 1eros 184911,707.
Sin Exceder A 2'175,432

(Excedente .09 al millar)

Cuota Inscripción BMV

Cálculo anual	Cuota Fija	Excedente
Si Menor A NPs 5 Millones	2,000	
Entre NPs 5 MM y NPs 10 Millones	8,000	0.15%
Mayor a NPs 10 MM y menor a NPs 40MM	16,500	0.12%
Mayor A NPs 40 Millones	52,500	0.09%
Máximo en cualquier caso	500,000	

Indeval 50
Publicidad 2,000
Impr. Prospecto 8,945 (100 Ejemplares)
Comision Casa De Bolsa (Por colocación) 1.25% Sobre el monto emitido

625,000

Honorarios Rep.Común
Calificadora de Valores

25,000 Aceptación .5 al millar s/monto emitido
41,000 0.020%
858,005

Gastos Recurrentes

Cuota Refrendo RNVI

0.112% Con tope de 49,378

Indeval

NPs 50

Cuota Anual BMV

46,500

Cálculo anual, pago Trimestral	Cuota Fija	Excedente
Si menor a NPs 5 Millones	mínimo 2,000	0.15%
Entre NPs 10 MM y NPs 5 MM	7,500	0.12%
Mayor a NPs 10 MM y menor a NPs 40 MM	13,500	0.09%
Mayor a NPs 40 Millones	40,500	0.06%
Máximo en cualquier caso	350,000	

Honorario Rep.Común

0.0672%

Publicaciones

1,950

Calificadora de Valores

Trimestrales
50% anual s/costo año anterior
20,500 Segundo año
10,250 Tercer año

TABLA DE AMORTIZACIÓN

<u>PERIODO</u>	<u>FLUJODE EFECTIVO</u>	<u>INTERESES</u>	<u>PAGO A PRINCIPAL</u>	<u>GASTOS RECURRENTE</u>	<u>VALOR PRESENTE A TASA T.I.R.</u>
0	(49,141,995)			19,970	(49,141,995)
1	2,678,234	2,656,314		21,920	2,536,781
2	2,678,234	2,656,314		21,920	2,402,798
3	2,678,234	2,656,314		21,920	2,275,891
4	2,748,162	2,656,314		91,848	2,211,972
5	2,678,234	2,656,314		21,920	2,041,833
6	2,678,234	2,656,314		21,920	1,933,991
7	2,678,234	2,656,314		21,920	1,831,845
8	2,737,912	2,656,314		81,598	1,773,756
9	2,678,234	2,656,314		21,920	1,643,453
10	2,678,234	2,656,314		21,920	1,556,652
11	2,678,234	2,656,314		21,920	1,474,436
12	52,658,264	2,656,314	50,000,000	1,950	27,458,587
		31,875,772	50,000,000	372,678	0
	T.I.R.	TASA NOMINAL	DIFERENCIA		
Periodo	22.37%	21.02%	1.35%		
Equivalente a 28 días	21.94%				

II.2.3. OBLIGACIONES SUBORDINADAS.

Originalmente con la circular 1/91, se permitía el emitir obligaciones subordinadas convertibles, convertibles a decisión del inversionista o no convertibles. Sin embargo de acuerdo con la modificación de julio de 93 a la LGOYAAC, hoy en día sólo es factible el colocar Obligaciones Subordinadas obligatoriamente convertibles a capital.

Por lo tanto se convierten prácticamente en una compra de acciones diferida, por la cual el inversionista recibirá intereses determinables por su inversión en el plazo en que sean "obligaciones", al final del cual obtendrá a cambio títulos representativos de capital del Factor (acciones), y por tanto los Titulares de éstas se ajustarán a lo dispuesto en la LGOYAAC, para la forma, proporciones y demás condiciones que se apliquen a la suscripción, tenencia y circulación accionaria.

El Factor podrá, previa autorización de Banxico, pagar en forma anticipada, total o parcialmente, las obligaciones subordinadas emitidas. También el Factor tendrá derecho a efectuar la conversión a acciones en forma anticipada.

El término "subordinadas", significa que en caso de liquidación de la emisora (Factor), el pago de las obligaciones se hará a prorrata después de cubrir todas las demás deudas del Factor, pero antes de repartir a los Titulares de las acciones, en su caso, el haber social.

Estas Obligaciones son quirografarias y se emiten en serie pudiendo ser denominadas en Moneda Nacional o Extranjera, debiendo ser calificada por una agencia calificadora que da su opinión a cerca de la probabilidad de pago oportuno. Se deberá incluir tanto en el acta de emisión como en los títulos, las características básicas, tales como el monto y el plazo por el cual generarán intereses, incluyendo las bases para su cálculo (las cuales suelen ser iguales en cuanto a mecánica a los Pagarés Financiero), el lugar y la fecha de conversión.

Los títulos se depositan en el Indeval y aún cuando no es forzosa la participación del Representante Común, es muy recomendable.

Para el Factor, no suele ser un instrumento "barato", debido a que el inversionista pide un premio adicional por el riesgo inherente de invertir en un papel subordinado. Sin embargo representa una forma de obtener recursos en el largo plazo y de aumentar su capital, para los efectos de los cómputos que realizan las autoridades (SHCP, CNB Y Banxico), siendo muy importante para los Factores que no cumplen con el capital mínimo establecido.

Previo a la modificación de la ley, era un instrumento más flexible al poder ser NO convertible y gozar en forma importante de los beneficios antes mencionados, pudiendo contar hasta por un 30% del capital social del Factor.

II.3 DEUDA EN EL EXTRANJERO.

Las leyes vigentes están conceptualizadas en forma general, en cuanto a su aplicación, pero no limitan a que se usen otros instrumentos de deuda, previa autorización de las autoridades, principalmente con el visto bueno del Banco de México, en lo que se refiere a emitir deuda en el extranjero.

Banxico determinará las condiciones que son aplicables para los instrumentos similares de deuda en México y las especiales que deberán de cumplirse.

II.3.1 EUROPAPEL COMERCIAL.

No por ser limitativo he escogido este instrumento de deuda de corto plazo en el extranjero, sino por el hecho de ser ilustrativo y por ser el único emitido a la fecha por un Factor Mexicano.

En general se denomina los instrumentos de deuda como Euro + el nombre del instrumento, siguiendo la costumbre internacional para hacer notar que el instrumento que se trata se da en un lugar diferente al de la jurisdicción legal de la divisa en que está denominado.

Mantiene características similares al Papel Comercial Nacional, salvo que éste tendrá una denominación en moneda extranjera (generalmente el dólar de los Estados Unidos), y como tasa de referencia una tasa internacional (Prime o Libor). Se negocia una línea revolvete la cual no incluye accesorios, pudiendo el Factor hacer varias disposiciones, cada una representando un número entero de títulos (por ejemplo en caso de utilizar dólares americanos, es común que los títulos tengan denominación de U.S.\$100,000.00), sin que el monto insoluto , esto es el total de las disposiciones vigentes, exceda el monto de línea establecido. Cada disposición se documenta mediante un pagaré el cual es depositado en el Banco depositario, el cual representa los mismos derechos que cualquier otra deuda presente o futura no subordinada.

El término no deberá exceder de 180 días y los intereses se cobran a descuento.

Los impuestos que se generan son absorbidos como un costo por el Factor emisor, de tal suerte que el inversionista en el extranjero reciba intereses sin deducciones (withholding tax).

BANXICO, solicita un índice de liquidez del 20%, 40% y 50% a ser invertido en valores gubernamentales de los Estados Unidos, cuando el papel le falten 90, 60 y 15 días respectivamente.

Ejemplo

Sean,	
Principal	10,000 miles de USD
Títulos	100 de US \$100,000
Plazo	180 días
Tasa Bruta	6.00% de descuento
Precio	9,709 97.09%
Comisión 1	38 0.75% anual a los colocadores(dealers)
Crédito Neto	9,671 USD
Comisión 2	100 USD por título
Tipo NPs/USD	3.115 inicial
Desliz	0.0002 NPs por USD (promedio diario estimado)
Cobertura	3.75% escalonada
Tasa Inversión	3.00% encaje invertido en Us

Flujo de Efectivo

	Mes 0	Mes 1	Mes 2	Mes 3	Mes 4	Mes 5	M 5.5	Mes 6
Días trans	0	30	60	90	120	150	165	180
Tipo de Cambio	3.115	3.121	3.127	3.133	3.139	3.145	3.148	3.151
Crédito	(31,150)							15,818
Interés anticipado	907.							
Witholding tax								138
Cobertura	482.			(36)	(48)		(33)	(180)
Comisión 1	117.							
Comisión 2	31.							
Encaje				6,266	6,278		3,148	
Interés Inversiones					(16)	(31)		(35)
Flujo Efectivo	(29,613)	0	0	6,230	6,214	(31)	3,115	15,740
Valor Presente	(29,613)	0	0	6,028	5,947	(30)	2,932	14,736
Suma V.P.	0							
	15 d.	30d.	28d					
Tasa efectiva	13.23%	13.27%	13.26%					
Cetes			9.75%					
Diferencial			3.51%					

II.3.2. PAGARES DE MEDIANO PLAZO (MTN'S)

Los mercados internacionales de renta fija se desarrollaron en gran escala, debido a que la banca comercial dejó de ser el principal proveedor de fondos a mediano y largo plazo, por lo que fue substituida por instituciones no bancarias. Este reemplazo se debió en gran medida a la crisis de pagos que enfrentaron varios países en desarrollo, que provocó una falta de liquidez a nivel internacional y en consecuencia los bancos internacionales se enfrentaron a una regulación más estricta al contrario de las instituciones no bancarias, principalmente las Casas de Bolsa.

Estas Instituciones, pusieron a disposición de las empresas emisores de deuda una serie de nuevos productos, derivados de los tradicionales bonos a mediano y largo plazo, pero con adecuaciones que los hacen más atractivos para su oferta y demanda.

Así surgen los Medium Term Notes (MTN'S), como instrumentos de deuda de mediano plazo, los cuales presentan un sin número de variantes, de las cuales se mencionan las que se piensa son más atractivas de acuerdo con el sector de Factores.

Los MTN'S son emitidos a la par y pagan al igual que los bonos, intereses durante su vigencia. Tal vez su única diferencia con los bonos, es que estos últimos son suscritos (underwritten), ya que los plazos pueden ser tan largos (hasta 40 años), como los bonos.

La diferencia por tanto es el costo, de manera que si se desea contratar deuda por un monto importante, digamos desde US\$100 millones, con un sólo vencimiento, los gastos de suscripción justifican la emisión de un bono.

Para los Factores, que buscan los recursos, principalmente con el objeto de soportar su crecimiento de cartera, les es más práctico hacer disposiciones múltiples por montos menores, y de preferencia buscarán no concentrar

vencimientos importantes en una sola exhibición debido al riesgo inherente de liquidez, en caso de no poder renovar o sustituir con otro instrumento.

Existen algunas variedades o características adicionales, como es el hecho de ser sujeto de negociarse en el mercado de derivados (callable), algunos ofrecen garantías en colateral, también se puede elegir entre tasa fija o tasa variable.

El Factor deberá escoger la tasa que corresponda con los créditos otorgados, de lo contrario deberá de tomar en cuenta el riesgo de que la tasa fija o la variable se vuelva significativamente mayor a la del mercado y que no corresponda con sus ingresos de manera de cuantificar un máximo riesgo.

De cualquier forma esto último no es recomendable, ya que como se ha mencionado el objeto del fondeo es soportar la cartera y no un medio de ingreso especulativo.

Por último cabe mencionar que los MTN'S, tuvieron su origen en los Estados Unidos en los años '80 alcanzando montos importantes, y siendo un medio de fondeo preferido por instituciones financieras de ese país. El instrumento se implementó en los Euromercados a finales de los '80, sin que hasta el momento tenga un volumen importante.

II.4 CAPITAL.

II.4.1 PORQUE SER EMPRESA PUBLICA.

Los cambios profundos tales como la apertura comercial, la formación de bloques y en general las tendencias de globalización que estamos viviendo, obligan a los Factores a revisar sus estrategias para enfrentar con éxito los nuevos desafíos y oportunidades.

La capacidad de crédito de la banca, fuente natural de financiamiento para los Factores, depende de la captación del ahorro por parte del Sistema Financiero. Si bien ha tenido un crecimiento importante debido a la reducción de requerimientos financieros de parte del gobierno, sus recursos son aún insuficientes, sus fuentes de fondeo a largo plazo limitadas y, derivado de la necesidad de atraer capitales del exterior, sus tasas primarias elevadas y aunado a una política económica que busca

controlar la inflación y por tanto exige la contención del circulante monetario, trae como consecuencia la falta de liquidez del Sistema encareciendo mayormente la intermediación.

Todo esto contribuye a que los recursos no siempre estén disponibles en los plazos y a los precios requeridos por los Factores.

Los Factores, como intermediarios financieros, para poder seguir compitiendo en forma eficaz, esto es, siendo un buen sujeto de crédito, su estructura financiera, principalmente en cuanto a capital se refiere, deberá ser sólida y competitiva con las demás empresas de su giro y de otros que luchan por atraer recursos.

El crecer con recursos propios, limitan demasiado las perspectivas de crecimiento, por lo que el mercado de valores representa una alternativa importante de compartir riesgos y oportunidades, mediante el compromiso de ser una empresa ordenada y transparente, que busque eficientar sus recursos.

Pero, hoy en día estos requisitos son precisamente algunos de los que deben cumplir de cualquier forma las empresas competitivas que buscan ser exitosas.

Por lo tanto esta alternativa toma gran importancia para el futuro de los Factores para hacerse de recursos pero a su vez para abrirle las puertas a un sin número de posibilidades para su fondeo.

II.4.2 EL MERCADO DE VALORES MEXICANO.

La Bolsa Mexicana de Valores (BMV), que es el núcleo operativo del mercado bursátil se ha dividido en dos mercados.

El mercado principal, en donde las empresas inscritas cuentan con un capital contable superior a los 100 millones de nuevos pesos y son capaces de mantener niveles razonables de bursatilidad y por tanto poco accesible a los Factores como tales, excepto indirectamente, si participan en un grupo financiero, aunque esto no es requisito.

El mercado intermedio, el cual se autorizó a partir de marzo de 1993, da la posibilidad de listarse en él y operar las empresas medianas contemplando una mayor flexibilidad.

En este mercado intermedio, establece como requisito a las empresas que deseen ingresar,

- . Un capital contable entre 20 y 100 millones de nuevos pesos.
- . Una antigüedad mínima de 3 años o bien que sus subsidiarias lo cumplan o ser resultado de una fusión o escisión, o inclusive ser empresas nuevas que manejen proyectos de desarrollo viables.
- . Que arrojen utilidades en la suma de sus últimos 3 ejercicios.
- . Que coloquen cuando menos el 30% de su capital social.
- . Que puedan utilizar la figura de acciones preferentes, comunes, neutras con tope del 25% y obligaciones convertibles.
- . Que puedan efectuar oferta pública primaria, secundaria o mixta.
- . Que tengan cuando menos 100 accionistas que participen en su capital social.
- . Que presente información trimestral y anual dictaminada.

Para los Factores independientes de grupos financieros, este nuevo mercado representa la oportunidad de convertirse en empresa pública, con los beneficios que esto le genera.

II.4.3 EL MERCADO DE VALORES DE LOS ESTADOS UNIDOS.

La formación de capital del país, es la clave para impulsar el crecimiento económico, y se origina tanto en el ahorro interno y externo.

En México la formación de ahorro interno es lenta, austera y ha sido insuficiente, por lo que ha tenido que complementarse con recursos del exterior, fuente inmediata de financiamiento, la cual a partir de los últimos años representa una alternativa que se ha hecho factible gracias a los cambios macroeconómicos

positivos y a un entorno microeconómico que en todos sus sectores demanda recursos financieros para enfrentar el cambio.

Los mercados internacionales de capital se clasifican en mercados de renta fija (de los cuales se han expuesto los ejemplos del Europapel Comercial y de los MTNS), y de capital de riesgo.

Los de capital de riesgo, son aquellos en que los inversionistas participan como accionistas de la empresa. Según el tipo de mercado se dividen a su vez en mercados públicos y privados.

Aun y cuando se pudiera pensar que la captación de fondos a través de estos mercados es ilimitada, la verdad es que es a la vez restringida y sofisticada.

Los mercados públicos en los Estados Unidos, requieren la aprobación de la Securities and Exchange Commission (SEC), la cual hace las funciones equivalentes de la CNV, en México.

El registro se hace en algún mercado público como el New York Stock Exchange (NYSE), o el American Stock Exchange (AMEX), o el National Association of Dealers Quotation System (NASDAQ).

El Mercado Privado, no lo requiere, teniendo que seguir las normas establecidas desde abril de 1990 por la SEC, según la regla 144A, la cual permite a los inversionistas institucionales estadounidenses (compañías de seguros, fondos de pensiones, fondos mutuos, etc.), comerciar valores de deuda y de capital de colocación privada sin tener que mantenerlos en sus portafolios por dos o tres años, como se requería antes; por tanto la colocación privada es mucho más fácil para la mayoría de las empresas.

En la emisión pública, los valores son suscritos por un grupo de instituciones colocadoras "underwriters" (Banco o Casa de Bolsa), encabezadas por un líder, las cuales se encargan de venderlos al público.

Las empresas que deciden participar en el mercado de capital de riesgo, adquieren el compromiso a largo plazo de mantener un programa de comunicación profesional

y constante sobre la marcha de sus empresas, además de lograr la rentabilidad señalada y sostener una estrategia clara de negocios; esto es, asumir la mayor responsabilidad, pero en compensación recibirá los mayores beneficios, como son, acceso más rápido y con las mejores condiciones al mercado de deuda, derivado de la reducción de riesgo que perciben los inversionistas al prestar a una empresa que le mantiene profesionalmente informado de su gestión.

En México los Factores, al ser empresas reguladas, esto es, debiendo cumplir además con una estructura de capital determinada y limitada en cuanto a inversión extranjera, les es apropiado utilizar como instrumento en el mercado público, el esquema de emisión de ADR'S (American Depositary Receipts), que representen los intereses de CPO'S (Certificados de Participación Ordinarios), los cuales son emitidos por NAFIN, como parte de las acciones depositadas en su Fondo Neutro.

Esto permite al Factor de hacerse de los recursos de acuerdo con la legislación vigente, y quedando el control de la empresa en los inversionistas mexicanos.

Es importante mencionar que para ser elegible como emisor, el Factor deberá contar con una experiencia de cuando menos 3 años, aún y cuando es deseable que sean por lo menos 5, pudiendo presentar información financiera de sus productos, estrategias concretas y logros realizados por una administración sólida durante estos períodos, de manera de ser atractivos para los inversionistas extranjeros.

III ESTRATEGIAS DE FONDEO.

Después de haber descrito la función y los productos de factoraje financiero y de haber analizado las fuentes de fondeo disponibles, es tiempo de hablar de las estrategias que se plantean tanto para el corto plazo (entendido por este un panorama de planeación menor a un año) y de largo plazo (mayor a un año).

La planeación del fondeo plantea la necesidad de satisfacer los requerimientos de operación, pero sobre todo coadyuvando con las demás áreas con el objeto de lograr la misión y objetivos del Factor, esto es, ayudándole a ser más competitivo e inclusive ir mas allá, incrementando su visión hacia nuevas oportunidades de negocio que incrementen sus ventajas competitivas, en un entorno que si bien es difícil, sabe premiar la innovación y el trabajo inteligente.

Previo al desarrollo del tema, hablaremos de herramientas que no son fuentes de fondeo pero que permiten ampliar las opciones de fondeo como son las coberturas cambiarias y la calificación de valores.

III.1 COBERTURAS CAMBIARIAS

Derivado de la reapertura del crédito a las instituciones mexicanas en el extranjero, principalmente a las empresas gubernamentales, grandes empresas y por supuesto a las empresas que componen el Sistema Financiero Mexicano, hoy en día los recursos que éstas toman también pueden ser con instituciones nacionales o extranjeras y denominadas en moneda extranjera.

Sin embargo debido al sistema de fluctuación de la paridad cambiaria del Peso mexicano ante otras divisas, se genera un riesgo cambiario, por lo que a partir del 5 de enero de 1987, se creó el Mercado de Coberturas Cambiarias de Corto Plazo. Este es un mecanismo de coberturas puesto en operación por el Banco de México, mediante el cual las instituciones autorizadas para celebrar operaciones de coberturas cambiarias pueden negociar contratos de cobertura de riesgos cambiarios (exclusivamente NPs / Us dollar), derivados de cualquier transacción

comercial o financiera de carácter internacional, siendo las liquidaciones en México, e invariablemente se efectuarán en NPs.

Los Factores que contraten deuda en otras divisas, podrán también cubrir sus exposiciones al riesgo cambiario, pero en forma indirecta, esto es, en dos etapas, contratando primero una cobertura de la moneda extranjera contra el dólar de los Estados Unidos y en una segunda etapa en el mercado mexicano cubriendo su posición contra el dólar, todo esto debido a que no existe un mercado internacional de divisas contra el Peso Mexicano.

Las coberturas cambiarias tipo "A", se refiere a la operación de compra de cobertura que realiza el "participante" para cubrir los riesgos cambiarios de pasivos en dólares de los Estados Unidos, la cual contrata con un "intermediario", que puede ser un banco o casa de bolsa autorizado.

El participante se obliga a pagar al intermediario a 48 horas, esto es, a más tardar el segundo día hábil bancario posterior a la fecha de celebración de la operación un precio pactado en Moneda Nacional por la cobertura de un monto específico de dólares de los Estados Unidos.

La operación tendrá un término de entre 1 día hábil bancario y hasta 365 días naturales.

El precio o prima pactada, cubrirá al participante de la depreciación de la moneda nacional con respecto al dólar de los Estados Unidos, lo cual será medido por ("cálculo de liquidación"), la diferencia del tipo de cambio publicado en el movimiento diario del Mercado de Valores, de la Bolsa Mexicana de Valores en la fecha de vencimiento de la operación contra el establecido de acuerdo a mercado al inicio de la cobertura ("tipo de referencia")

En el caso de que el resultado sea positivo, esto es que la Moneda Nacional haya sufrido una devaluación con respecto al dólar de los Estados Unidos, el participante recibirá del intermediario, un monto equivalente al resultado de multiplicar el importe del cálculo de liquidación por el número de dólares sujetos de la operación.

De lo contrario, esto es, si el cálculo de liquidación resultara negativo, el participante deberá cubrir un monto equivalente al resultado de multiplicar el valor absoluto del cálculo de liquidación por el número de dólares sujetos de la operación, a más tardar el segundo día hábil posterior al término pactado.

El importe recibido o pagado al final de la cobertura, no significan ni un ahorro ni un costo adicional, por sí mismo, ya que éste se compensa al comprar los dólares.

Por ejemplo si el tipo de referencia, fue establecido en NPs 3.200 y el intermediario recibiere un importe equivalente a NPs 0.050 por dólar, significa que el tipo de cambio de venta en el mercado del NPS / US dólar, estará alrededor de NPs 3.250, por lo que al comprar la divisa Estadounidense, tendrá que emplear el importe que le fue liquidado a partir del contrato de cobertura sin que represente una utilidad en sí, a menos que por ejemplo lograrse conseguir "más baratos", los dólares, digamos a NPs 3.245, en cuyo caso habrá tenido una utilidad; pero si al contrario no le fuese posible comprar los dólares a la paridad de NPs 3.250, sino "más caros", sea NPs 3.255, habrá que incurrirse en un costo adicional

Por tanto, el costo real de cobertura deberá contemplar, además del precio o prima pactada, el diferencial en caso de existir entre el tipo de cambio al cual adquiere los dólares para liquidar su pasivo y aquel al cual le fue liquidada la cobertura.

III.1.1 COSTO DE LAS COBERTURAS CAMBIARIAS

Los datos necesarios para colizar una cobertura cambiaria entre el NPs (Nuevo Peso Mexicano) y el USD (dólar de los Estados Unidos), son:

- 1) TCI-Tipo de Cambio de Referencia.
 - 2) Fi - Fecha de Inicio
 - 3) N - Plazo de la cobertura en días (la fecha de vencimiento deberá coincidir con un día hábil bancario para el mercado mexicano).
 - 4) M - El total de dólares a cubrir.
- de manera que el intermediario pueda determinar el
- P - Precio de la cobertura, el cual se expresa, ya sea

P% como un porcentaje o tasa de rendimiento anual por el plazo solicitado.

\$P o como el total de pesos que costará la cobertura por dólar.

en cuyo caso se puede convertir en,

$$P\% = (\$P \times 360) / (N \times (TCi - \$P))$$

de manera que la tasa de un crédito en dólares será

$$T\%_{usd} = TN_{usd} + P\%$$
, donde TN_{usd} - Tasa Nominal en dólares.

la cual será comparable con las tasas que se coticen en créditos en Moneda Nacional por el monto equivalente en pesos por el plazo N.

Sin embargo el costo total del crédito en dólares puede variar dependiendo del tipo de cambio de liquidación (spot), el cual puede ser distinto al del mercado.

III.2 CALIFICACIÓN DE VALORES.

El mercado de valores, como antes fue expuesto, amplía el horizonte al Factor en cuanto a las posibilidades de fondeo, teniendo como consecuencia principal, el garantizar los fondos requeridos contando con plazos mayores a los que ofrece la banca comercial y con un costo determinable que le permite reducir el riesgo de tasas de interés ya que le protegerá en coyunturas donde la falta de liquidez origine un incremento desproporcionado del costo del dinero.

Pero para poder tener la oportunidad de acceder al mercado de deuda, es necesario contar con la confianza de sus participantes.

Esta confianza, se demuestra mediante la opinión de empresas independientes, esto es, no ligadas a los intereses de los emisores y que han sido autorizadas como agencias calificadoras de valores. Más allá de los requerimientos oficiales (en algunos períodos la calificación de ciertos instrumentos ha sido obligatoria), el inversionista institucional busca minimizar el riesgo que significa la inversión en títulos de deuda, estando dispuesto inclusive a reducir su utilidad, en la medida que la certeza del rendimiento de la emisión sea mayor.

El proceso de calificación requiere de una verdadera comunicación entre el emisor y el comité calificador de la agencia calificadora, el cual estará interesado en un inicio, en conocer los planes del emisor en cuanto al tipo de instrumento, monto, plazo, destino y demás características relevantes de la emisión.

Los Factores, son clasificados de acuerdo al sector financiero en general y en particular se compara con las empresas de su giro.

Las etapas que se siguen en este proceso son las siguientes.:

- 1) Se analiza la información financiera-económica histórica, de ser posible de los últimos cinco años.
- 2) Se visita las instalaciones físicas del Factor.
- 3) Se validan proyecciones financieras por el período de la emisión, haciendo énfasis en las premisas básicas de crecimientos de cartera, apalancamiento, comportamiento de los márgenes financieros, de los gastos operativos y el nivel esperado de la cartera vencida, la acumulación de reservas preventivas y sobre todo la capacidad de generar el flujo de recursos suficiente para hacer frente a los desembolsos derivados de la emisión propuesta.
- 4) Algún(os) miembro(s) del comité calificador se entrevistará(n) con funcionarios del Factor para aclarar dudas.
- 5) Se reúne el comité calificador y asigna calificación.

La calificación será dada a conocer bajo autorización del Factor, en principio al público inversionista en el prospecto de colocación y una vez vigente la emisión, se revisa por lo general cada 3 meses o antes de ser necesario.

La calificación no significa más que la capacidad del Factor para el exacto cumplimiento de las obligaciones derivadas de la emisión (anexo II "Categorías de Calificación").

Anteriormente era una práctica común que los instrumentos de deuda, fueran considerados sin riesgo, debido a que en el momento en que se se presentaba una falta de pago, regularmente las Casas de Bolsa colocadoras, solventaban la

situación. Sin embargo el volumen actual no la hace factible, por lo que éstos intermediarios colocadores por lo general exigen al Factor no tan sólo contar con una calificación, sino además que ésta tenga un mínimo aceptable.

Además, la globalización de los mercados bursátiles, afortunadamente ha influenciado al Mercado de Valores de México, a reconocer la importancia de las calificaciones de los instrumentos de deuda, las cuales ya han logrado discriminar las emisiones con y sin calificación, en cuanto a costo y mercado secundario.

En los mercados extranjeros, no en todos los casos será requisito indispensable la calificación, pero obviamente sólo a las empresas sólidas, con un amplia solvencia les son accesibles.

De cualquier forma la calificación en el extranjero le permitirá acceder a un mayor número de inversionistas y gozar de reducción de costos.

A la fecha en que se ha elaborado este trabajo, México no cuenta con grado de inversión, (esto es la deuda garantizada por el Gobierno Mexicano en moneda extranjera y a largo plazo), por lo que se establece una limitante para las empresas mexicanas, esto es, el riesgo país. Sin embargo el buen desempeño de las finanzas nacionales y la apertura comercial desencadenada por la entrada al GATT y recientemente la puesta en marcha del TLC, hacen que las perspectivas sean de que más temprano que tarde se conseguirá que las calificadoras principales en los Estados Unidos (Standard and Poors, Moodys, Duff & Phelps, etc), consideren que están dadas las condiciones para otorgar el grado de inversión al país y con ello mejorar las posibilidades de los Factores a emitir deuda calificada.

III.3 EL CORTO PLAZO.

La operación natural de fondeo de las operaciones, es en el corto plazo. Esto significa que la Tesorería del Factor, deberá contar con el dinero suficiente para operar, o lo que es más importante, tener la posibilidad de conseguirlo.

Bajo este esquema básico, la estrategia deberá enfocarse a la disponibilidad de líneas suficientes, ya sean bancarias o de papel comercial o de aseguradoras y Afianzadoras. Una pregunta inmediata, sería ¿cuánto es suficiente?. La respuesta no es sencilla, pero la más acertada será en base a un conocimiento del mercado y posibilidades de colocación del Factor, y esto sólo se logra mediante una comunicación constante con las áreas comerciales, de manera de poder capitalizar las oportunidades que se presenten. Por otra parte está la capacidad crediticia del Factor, la cual se basa en su estructura financiera, pero sobre todo en su experiencia crediticia con la banca, de tal suerte que una línea bancaria tiende a crecer año con año en base a la experiencia y a la credibilidad, lo cual se obtiene mediante una comunicación adecuada y honesta, sobre la situación financiera del Factor, haciendo ver sus fortalezas y evaluando objetivamente los riesgos que enfrenta.

Dentro de un marco altamente competido que engloba a la banca actual, es conveniente la diversificación de fuentes de fondeo bancarias, esto es, manteniendo relación con un mayor número de instituciones, principalmente con aquellas que tengan una mayor capacidad de respuesta a las necesidades del Factor.

Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores, se puede concluir que es importante la comunicación que enriquezca las relaciones con la banca comercial de manera de incrementar el monto de líneas disponibles las cuales deberán prever un crecimiento sobre la cartera vigente, el cual según la experiencia del mercado, llega a representar hasta un 50% adicional en épocas de mayores transacciones comerciales, como suele ser el período de fin de año, sin embargo, hay que tenerlo en cuenta, pero no en forma limitativa, sino como un indicador razonable, esto es, siempre hay que estar preparado también para el mejor de los casos.

El Tesorero, contará con una serie de posibilidades para el fondeo en el corto plazo, pero cada una de estas opciones tendrá sus propias características, tales como

monto disponible y tasa que se cobra por el monto y plazo solicitado, optando obviamente por agotar las fuentes más baratas.

Generalmente, a mayor monto solicitado, mejor tasa, por lo que es importante el conocer de antemano la posición real de la Tesorería, buscando mantener una posición de liquidez (float), que le permita operar, sin necesidad de salir al mercado de fondeo por montos pequeños (menores a NPs 1 millón).

De igual forma a menor plazo (si es que está disponible), mayor costo, considerándose como plazo normal 28 a 30 días, como plazos menores 7 y 14, y los plazos superiores de 60, 90 y 180 días; el costo en estos últimos dependerá de las expectativas del mercado sobre la curva de rendimientos de las tasas líderes a tales plazos.

La planeación, inclusive en el corto plazo, toma gran importancia, y suele ser más eficiente con una comunicación efectiva y constante con las áreas comerciales, las cuales deberán acercarse al cliente al Factor, anticipando o tratando de anticipar y conocer sus necesidades, de manera de poder ofrecer un buen servicio.

De igual forma es relevante tener un estimado de la cobranza a realizarse en el corto plazo, pues el capital obtenido se puede reciclar en el proceso de crédito, el mismo día.

En pocas palabras se deberá contar con una programación del flujo de efectivo de la operación, con lo cual se pueda tener una mejor visión de los requerimientos de fondeo que se requerirán.

No hay que olvidar que no todas las líneas son disponibles el mismo día, como es el caso de Bancomext que opera a 72 horas y que es una de las opciones más confiables en cuanto a disponibilidad y con costos razonables.

Entre los puntos importantes que deberán tomarse en consideración es el flujo del mercado de dinero, no tan solo las fechas recurrentes como son por ejemplo, los días de pagos de impuestos o de nóminas, sino además estar pendiente de eventos que afectan el mercado en forma coyuntural; por ejemplo la inversión extranjera que

entra o sale del mercado, genera una variación importante en tasas base como es el CETE, o las propias colocaciones de capital en el extranjero que realiza la banca comercial, genera una liquidez adicional que por lo general abarata el costo del dinero, al menos con esa institución. Hay otra serie de eventos, como renovaciones de planes gubernamentales y otras medidas macroeconómicas que afectan directamente la liquidez del mercado; un ejemplo significativo fueron las fases de la negociación del Tratado de Libre Comercio.

A pesar de que muchas de estas medidas son inciertas, lo más importante es establecer estrategias que permitan sin especular (dado que ésta no es la finalidad del Factor), tomar medidas preventivas como serían el manejar plazos que eviten en lo posible la concentración y su coincidencia con fechas críticas en que son susceptibles de ocurrir estos eventos, e inclusive mantener posiciones largas en montos suficientes para garantizar los compromisos establecidos y mantener un margen de liquidez que le permita operar aquello que se ha pronosticado en el flujo proyectado. Esta estrategia de corto plazo le permitirá al Factor, ganarse la confianza de sus acreedores y mantener un servicio consistente a sus clientes, con los cuales buscará que su relación de negocios sea de largo plazo.

III.4 EL LARGO PLAZO.

Un gran número de empresas percibe el factoraje financiero simplemente como un medio de financiamiento a corto plazo, para responder a sus necesidades de liquidez.

Pero la mayoría de los clientes de los Factores, han descubierto, que si bien lo anterior es cierto, también es cierto que las necesidades de liquidez son constantes y por lo general requieren del efectivo en forma inmediata para darle continuidad a un servicio de calidad. Debido a ello, el factoraje representa para los sujetos solventes una línea de crédito en la cual se pagan intereses, pero no necesariamente el capital pudiendo ser refinanciado a través del descuento de

nuevos documentos e inclusive utilizar esta revolvencia proyectando montos importantes de deuda de acuerdo al ciclo del negocio o inclusive llevándolo implícitamente al largo plazo.

De tal suerte, los factores tienen una base de clientes cuyas carteras se proyectan en el largo plazo variando los montos cíclicamente e incrementando sus promedios anualmente.

Además, de acuerdo con los productos de factoraje expuestos, existen aquellos que contractualmente involucran derechos de créditos que por su naturaleza involucran un largo plazo, tal es el caso del factoraje inmobiliario.

Riesgos de Mercado.

Para el fondeo a largo plazo, habrá que tomarse en cuenta los riesgos de mercado:

a) Riesgo de Liquidez. Proviene del hecho de que la cartera en determinado tiempo sea mayor (posición corta) o menor (posición larga), que la deuda contratada más el nivel de liquidez (floating), establecido.

Para poder evaluarlo, es recomendable proyectar mensualmente las posiciones tanto activas como pasivas (de acuerdo a distintos escenarios), de cuando menos los siguientes doce meses, de manera de determinar las posiciones cortas y largas (ver figura 3), estableciendo niveles máximos de exposición tanto en monto como en porcentaje y tomando en cuenta las líneas disponibles y en su caso los tiempos para llevar a cabo una emisión de deuda o de capital.

b) Riesgo de Tasas de Interés. Generalmente se deriva de tener diferencia entre cartera y fondeo, debido a que uno es pactado a tasa fija y el otro en variable o viceversa, sin embargo, esto no es aconsejable para un Factor, el cual busca obtener una utilidad a partir de un premio sobre su costo, de acuerdo al riesgo crediticio, pero evitando ser especulativo en cuanto este tipo de arbitraje en tasas.

De cualquier forma derivado del riesgo de liquidez, si se tiene una posición.:

b1) Posición Corta ; habrá que fondear a la tasa de mercado del momento, la cual puede ser superior a la tasa activa y generar una pérdida, ó.

b2) Posición Larga, con el excedente se buscará pagar pasivos, sólo si coincide con la fecha de vencimiento o evaluando el costo de oportunidad de prepago considerando el costo de cancelación ó de lo contrario tendrá que invertirlo obteniendo una tasa de rendimiento que por lo general es inferior al costo de los pasivos contratados

En base al modelo desarrollado en a), se deberá evaluar los costos en que se incurriría en caso de un escenario adverso, que permita una toma de decisiones oportuna.

c) Riesgo Cambiario, el cual se produce al tener fondeado deuda en una divisa diferente a aquella en que se encuentra documentada la cesión. Como se menciona al principio de éste capítulo, no es aconsejable incurrir en este riesgo, recomendando la cobertura cambiaria tanto de principal como de los intereses, sin embargo alguno factorajes definen su exposición máxima al riesgo, dentro de los parámetros que marca la ley, la cual permite una posición corta o larga de hasta el equivalente al 15% del capital contable del Factor.

Al igual que en b) y basados en el modelo propuesto en a), es conveniente evaluar el costo que implique la variación en este caso del tipo de cambio de acuerdo a distintos escenarios.

La estrategia en resumen, parece clara y simple: tratar de igualar los activos de largo plazo (cartera), con los pasivos (deuda) a tasas flotantes que garanticen el margen deseado, evitando totalmente el riesgo cambiario, pero se requiere de una instrumentación cuidadosa.

La propia estrategia de ventas deberá tomar en cuenta cuales son las características del fondeo que se requiere, de manera de estandarizar y concentrar en lo posible los plazos y montos que permitan inclusive economías de escala que se vean reflejados en un mejor costo al cliente y por tanto ser más competitivo sin necesidad de un sacrificio en el margen.

Para no incurrir en riesgos innecesarios es importante que el costo al cliente sea variable conforme al menos a la misma canasta de tasas de referencia que incluyan los instrumentos de deuda.

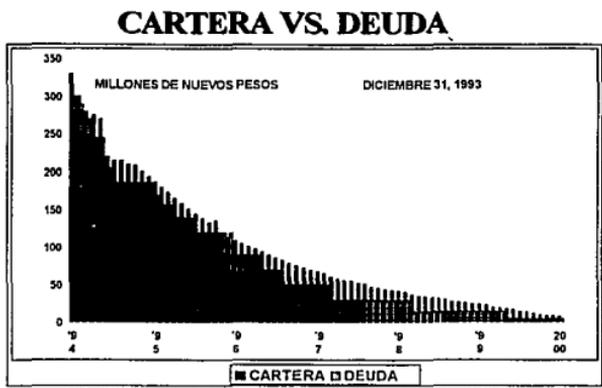
De igual forma los contratos de factoraje deberán incluir los costos derivados de una cancelación anticipada o prepago, bajo condiciones similares o con un costo significativo que desaliente su solicitud.

Dado que la cartera no siempre coincidirá con los instrumentos, habrá que prever la disponibilidad de los recursos a través de líneas de corto plazo para cubrir estos desfases.

Simultáneamente con la creación contable de un reserva técnica que haga frente a los créditos de dudosa recuperación también es necesario que se genere una reserva real de liquidez con la cual se pueda cumplir invariablemente con los pagos de deuda contraídos; esto es, al vencimiento de los cupones de intereses o principalmente cuando se pagan sumas importantes de capital, deberá cubrirse el riesgo de que en la fecha no exista liquidez en el mercado de corto plazo, para lo cual se deberá anticipadamente haber contratado su renovación a través de una nueva emisión o acumular la liquidez suficiente ya sea con recursos propios o por contratación de pasivos o por ambas.

Este último punto es de suma importancia, ya que el mercado de deuda de largo plazo se basa invariablemente en la experiencia y demostrada solvencia del deudor, de manera que el fallo en algún compromiso puede cerrar la puerta a nuevas opciones e inclusive la cancelación y exigibilidad total del papel cuyo pago no se realice.

FIGURA 3



Esta figura muestra un ejemplo hipotético de los flujos de efectivo de un Factor derivados de los activos productivos y de la deuda que genera intereses.

Observaciones.:

- En cuanto a los activos, se muestra el comportamiento de la cartera vigente, asumiendo que no se contrate más cartera, de manera que ésta se va ir reduciendo en el tiempo debido a los vencimientos normales establecidos en los contratos celebrados,
- De forma similar la parte pasiva refleja el comportamiento de la deuda bancaria y bursátil actual considerando su disminución en el tiempo por pagos de principal e intereses.
- La cartera es superior a la deuda, debido a que parte de la cartera es financiada con capital.

- En los primeros 6 meses se encuentran la deuda y cartera a corto plazo, los cuales son por lo general revolventes, por lo cual, es importante que el fondeo de corto plazo sea acorde con las perspectivas de colocación de financiamientos, debiéndose prever contar con líneas bancarias suficientes para cubrir la demanda esperada, principalmente en temporadas mayores (pico), como lo es la de fin de año. (ver Capítulo III .3 El Corto Plazo.)

- Pasado los seis meses se proyectan los compromisos a mediano y largo plazo, para lo cual habrá que planear el monto y el momento de emisiones de deuda a largo plazo que se adecúen al comportamiento de cartera.

- Las posiciones cortas (cartera superior a la deuda más el capital), que se proyectan en el futuro, deberán cubrirse con deuda por los montos y plazos que más se asemejen a los financiamientos otorgados. En caso de que la deuda supere a la cartera (posición larga), podría generar un exceso de liquidez, pero parte se podrá compensar al cubrir las posiciones de corto plazo que se generen en esos periodos; de cualquier manera no es aconsejable que este excedente sea considerable, debido a la contingencia de una baja en la cartera, lo cual generaría un costo importante.

- Parte de la cartera de Corto, pero principalmente de Largo Plazo se tiene fondeada uno a uno con Banca de Desarrollo por lo que no se asumen riesgos de liquidez ni de tasas.

- Separadamente es importante repetir este ejercicio, donde se muestren las obligaciones en moneda extranjera contra la cartera en moneda extranjera más la cobertura contratada en su caso.

Para concluir con las estrategias de fondeo, es importante considerar qué es lo que se vislumbra en el futuro, qué tendencias, qué retos y qué oportunidades plantea.

Para ello se expone una nueva tecnología de financiamiento, la cual ha empezado a dar frutos en el extranjero, y que tengo la confianza de que pronto se deberá implementar en México.

III.5 TITULARIZACION DE CARTERA

La dinámica del crédito la comparten los Factorajes, con los demás participantes o intermediarios del crédito, al igual que su problemática. Por tanto comparten los riesgos básicos inherentes al otorgamiento del crédito, los cuales podemos clasificar en :

- a) Que el deudor se retrase en sus pagos (cartera vencida), ó simplemente no pague más (quebranto).
- b) Los Riesgos de Mercado (Liquidez, Tasas y Tipos de Cambio), los cuales fueron expuestos anteriormente.
- c) El incremento en la competencia, a su vez ha provocado importantes concentraciones, lo cual implica una falta de diversificación en la cartera, haciendo frágil la estructura de los intermediarios, debido a la posibilidad de riesgos catastróficos.

Las autoridades reguladoras tanto en México como en el extranjero, han actuado en consecuencia, pero de una manera correctiva, esto es, creyendo que la solución al problema está en un mayor grado de capitalización, lo cual no soluciona el problema y sí ha encarecido aún más el fondeo.

Hoy en día el intermediario, en éste caso el Factor, es el originador del crédito, el cual analiza, evalúa su factibilidad, lo otorga en su caso y lleva la gestión de cobranza, conservando los riesgos involucrados.

Partiendo de la premisa de que el Factor busca un nivel de productividad que le permita cumplir su misión, que consiste en tratar de maximizar su utilidad derivada del otorgamiento de financiamientos, entonces, para poder lograr maximizarla deberá reducir sus costos asociados, pero sobre todo reducir su riesgo (crediticio), ya que el precio o valor del dinero, está determinado por condiciones de mercado.

Esta perspectiva de maximización , nos llevaría a buscar que este riesgo tendiera a cero. Por tanto ¿ Porqué no eliminarlo ? esto es, hacerlo cero o cuando menos limitarlo de manera de garantizar la utilidad deseada.

La nueva tecnología financiera, propone una solución , a través de la cual se da una mayor transparencia al proceso de crédito, se corresponden los créditos con su fondeo y se diversifica el riesgo, asignándolo y distribuyéndolo entre los especialistas en cada caso.

Así en los Estados Unidos y a partir de 1985, los intermediarios financieros y no financieros involucrados en el otorgamiento de financiamientos (no bank - banks), lograron establecer una metodología que lo hace posible.: la " titularización estructurada del crédito (structured securitized credit)."

La metodología que se presenta a continuación esta basada en distintos artículos (ver bibliografía), de ejecutivos pertenecientes a la firma de consultoría McKinsey e Company en los que se describe la titularización de carteras de varias empresas en los Estados Unidos.

Esta metodología consiste en que ciertos activos que posee el intermediario (Banco, Factor, Arrendadora, ...etc), son "titularizados", esto es, se emiten títulos que amparan los derechos sobre esos activos; tales títulos pueden ser colocados entre el gran público inversionista ("bursatilización de cartera"), sin recurso contra el intermediario o con un recurso limitado, de lo contrario, hablaríamos de Notas con Colateral de Cartera, que ya ha sido analizado anteriormente.

El bursatilizar, lleva consigo las ventajas asociadas con un mercado de valores, cuya eficiencia logra la reducción de costos en la captación de recursos, ya que no se limita a un sólo fondeador, sino a una amplia gama de inversionistas, los cuales a través del mercado secundario, obtienen la liquidez que les permite comprar y vender sin tener que esperar al término de los títulos. Definitivamente es más fácil para un inversionista, vender títulos cuyo valor determina un mercado, a un préstamo cuya valuación resulta subjetiva. Además, los títulos tienen por lo general el soporte de una calificación otorgada por una calificadora autorizada.

Esta metodología no tan sólo libera al intermediario del riesgo de crédito inherente, sino que simultáneamente le devuelve liquidez, con lo cual podrá liquidar sus

pasivos, teniendo un excedente, y producto de la venta de sus activos, realiza su utilidad, pudiendo comenzar su ciclo una vez más.

Los costos asociados a esta titularización deberán ser menores al diferencial entre las tasas de interés que generan los créditos y su fondeo original. Estos costos asociados varían con respecto a varios factores entre ellos al volumen, haciendo que su colocación sea factible sólo a partir de determinado monto, razón por la cual en un principio la titularización es utilizada mayormente por los grandes intermediarios.

Estructuración de los créditos en títulos.

Antes de poder emitir los títulos, los créditos deben ser estructurados de manera de poder ofrecer un producto atractivo a los inversionistas. Esta estructuración consta de 4 fases fundamentales.:

1) Redescuento de los créditos. Usualmente se crea un fideicomiso o inclusive una compañía cuya única finalidad es ser la tenedora de los créditos y con ellos se logra separar el riesgo crediticio de los créditos con los del Factor.

2) Selección o agrupación de los créditos. Se forman "paquetes", con los créditos de manera de que estos cumplan con características comunes. Las agrupaciones son generalmente en base al tipo de crédito de acuerdo con su destino (sector al que fue otorgado el crédito), y a los plazos. Por lo general se busca titularizar aquellos créditos que son de corto, mediano e inclusive largo plazo y que tienen flujos periódicos, relativamente predecibles, derivado de sus pagos mensuales, trimestrales o semestrales.

3) Estructuración y mejoramiento de la calidad crediticia. Con el objeto de poder llegar a un mayor número y mejores (debido a su mayor liquidez) inversionistas, se buscará obtener una calificación de grado de inversión; para esto se requiere dar mayor certidumbre a los inversionistas, a través de una reducción del riesgo y esto puede lograrse mediante un seguro de crédito, contratado con una aseguradora, o con una carta de crédito irrevocable (standby letter of credit), que cubrirá la

contingencia del no pago de los créditos hasta por cierto porcentaje del capital original o hasta por un monto determinado; el costo del seguro, se ve minimizado al cubrir no sólo un crédito sino el total incluidos o estructurados en esos paquetes.

También es usual que el intermediario cubra por sí mismo un seguro limitado, esto es, debido a su experiencia (estadística), sabe que es probable que un "x" % del total de créditos sea incobrable, por lo que se puede obligar a cubrir a los inversionistas por las pérdidas en que se incurran pero sólo hasta un monto determinado, el cual es por lo general un múltiplo de "x". El hecho de que el intermediario conserve cierta responsabilidad, le da mayor credibilidad a la inversión.

El auto-seguro cubrirá las primeras pérdidas (first loss) y el seguro contratado tendrá una cobertura suplementaria al agotarse el primero, pudiendo ser a su vez hasta por un límite determinado o cubriendo inclusive un riesgo catastrófico.

El grado de mejoramiento necesario, estará en función de la apreciación del mercado y de que la calificadoradora considere razonable para otorgarle una calificación adecuada para el mercado (tipo de inversionistas), que se pretende.

Inclusive al momento de emitir los títulos se pueden crear series distintas, las cuales tendrán distintos riesgos, esto es, una serie (senior), que esté totalmente garantizada o que esté cubierta por los seguros de no pago hasta por un monto y otras (subordinates) que absorban el riesgo total involucrado del no pago, lo cual estará destinado a los inversionistas que soliciten un mayor rendimiento con mayor riesgo.

Es importante recordar que de no titularizar los créditos, existen ciertos costos para los intermediarios como es la generación de reservas y además se deberá cumplir con los requisitos de capitalización

4) Estructura de los flujos de efectivo. Durante la vida del paquete de créditos, se irán presentando otros sucesos además del no pago de algunos de ellos, como es por el contrario, el pago anticipado.

También en base a la experiencia estadística se puede prever que un porcentaje "y" % se amortizará anticipadamente antes de determinado plazo.

Este hecho se ha aprovechado de manera de poder estructurar el paquete de manera de emitir distintas series con características especiales, principalmente en cuanto al plazo (flujo de principal e intereses), en corto, mediano y largo.

Estructura de Pagos.

Existen dos posibles formas de estructurar los pagos de capital e intereses.

a) Conforme al flujo (Pass-through structure), mediante la cual el inversionista recibirá los pagos de capital e intereses conforme se devenguen y de acuerdo a la proporción en que sea poseedor de los derechos fideicomitidos.

b) Conforme a flujos preestablecidos. (Pay-through structure). Aquí se determinan las fechas de pago, sin que éstas coincidan necesariamente con los flujos reales., pudiéndose crear situaciones cortas o largas. En el caso de posiciones largas, los excedentes se invierten en valores de renta fija, previamente establecidos; en el caso de posiciones cortas, se solicitará créditos a una institución financiera, garantizados por los flujos futuros, esto es, subrogando los derechos de los inversionistas en caso de una quiebra o liquidación del fondo en fideicomiso.

Esta estructura es la más atractiva para el inversionista, ya que los flujos son más predecibles y contribuyen a una mejor planeación financiera.

En los últimos años en los Estados Unidos, han tenido una muy buena aceptación entre los inversionistas, entre otras razones, debido a que ellos no eran capaces de participar en ese mercado, y tal vez no lo quisieran hacer directamente, sin embargo pueden obtener los rendimientos, sacrificando el margen pero con un nivel adecuado de liquidez; además la estructura establecida les garantiza una gran calidad crediticia al estar involucrados el intermediario, la aseguradora y la calificadora en el proceso.

En México, de acuerdo con Duff and Phelps de México, no fue sino hasta finales de 1987, que Teléfonos de México (Telmex), bursatilizó 420 millones de dólares de

cuentas por cobrar en el mercado norteamericano, constituyéndose en el pionero latinoamericano en dicho mercado. Para finales de 1990, Telmex había bursatilizado casi 1,600 millones de dólares; en ese mismo año acudieron otras instituciones mexicanas, entre las que destacan Banamex y Bancomer, bursatilizando cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y la Comisión Federal de Electricidad (CFE), con respaldo de sus cuentas por cobrar.

Estas compañías mexicanas han recurrido a mercados en el extranjero para bursatilizar sus activos; éstas y otras más no lo han podido realizar en nuestro país, debido fundamentalmente a :

- a) Los ordenamientos jurídicos no contemplan la bursatilización en su forma pura, esto es, sin recurso al originador de los créditos.
- b) Un valor agregado importante en la bursatilización, es la garantía intrínseca del crédito o bien de su colateral, los cuales están representados en gran parte por bienes inmuebles, lo cual lleva a trámites ante el registro público de la propiedad.
- c) Derivado de las garantías hipotecarias, una problemática importante es que los periodos que tardan los juicios hipotecarios son largos e inciertos (varios años), y con ello el proceso de adjudicación, lo cual se ve reflejado en un castigo por parte de las empresas calificadoras de valores.

Según autoridades del gobierno, los problemas internos que impiden la bursatilización pronto serán solucionados, teniendo la expectativa de que se libere para 1995, según el director general de vivienda de la Sedeso (El Economista 21/09/94).

Cabe mencionar que existe una iniciativa para modificar el Código Civil, la cual fue enviada al Congreso de la Unión y a la fecha se encuentra pendiente.

Por otra parte, la oferta de empresas mexicanas en el extranjero, ha sido limitada debido a que la prima derivada del riesgo país, encarece la colocación de títulos mexicanos en el extranjero, lo cual se espera que pronto se vea reducido en caso de que las principales calificadoras en los Estados Unidos (Standard and Poors y

Moodys), otorguen a México el grado de inversión (a la deuda que emita en moneda extranjera).

Para los Factores y demás intermediarios en México, ésta es una gran opción que deberán de desarrollar y madurar, ya que por arriba de otras opciones, les puede liberar su capacidad de apalancamiento y de capitalización, lo cual significa una gran limitante, principalmente para aquellos Factores no asociados a un Grupo Financiero.

Para el sistema financiero, significa una labor preventiva, dado que el proceso de crédito esta supervisado, además de por el intermediario originador de los créditos, también por las empresas calificadoras y por las aseguradoras, estas últimas contando además con la capacidad de diversificar los riesgos e inclusive reasegurar.

También deberá existir un impacto económico importante, si tomamos en cuenta que en otros países debido a la bursatilización se destina un 20% del PIB tan sólo a vivienda.

IV. CONCLUSIONES.

- Retos para el futuro.

El Sistema Financiero Mexicano enfrenta los retos de lograr eficiencia y competitividad internacionales. Para alcanzar estos estándares requiere de tecnología de punta, personal calificado, una administración eficiente, una redefinición de su tamaño y red de oficinas, así como reducir sus costos.

Los Intermediarios sobre todo deberán buscar la especialización en aquellos nichos donde puedan demostrar su ventaja competitiva, o sea, donde el servicio que se ofrece al cliente sea de calidad y donde los márgenes de utilidad le sean atractivos, pero sin descuidar el diversificar (en varios nichos), y sobre todo buscando minimizar sus riesgos.

México esta viviendo una evolución acelerada en sus estructuras, lo cual provoca periodos de inestabilidad y de desaceleración en algunos sectores productivos, que los convierte en empresas de alto riesgo, en cambio otros sectores, principalmente los exportadores (incluyendo a los potenciales), los cuales ya han demostrado su capacidad competitiva a nivel internacional, reflejan una baja en el riesgo crediticio que representan y además requieren de apoyos financieros crecientes, que les permitan alcanzar una nueva dimensión.

La visión tradicional del factoraje financiero, se ha transformado dramáticamente, ampliando sus horizontes y constituyendo hoy en día un excelente vehículo de financiamiento donde el descuento de documentos es la forma y no el fondo del porqué los clientes utilizan los servicios de un Factor.

Adicionalmente las grandes empresas, aquellas que no requieren financiamiento, han evolucionado a partir también de un marco de gran competencia, buscando a su vez enfocar sus mayores esfuerzos a proveer del mejor servicio a sus clientes, para lo cual requieren del apoyo de especialistas en aquellas actividades necesarias para su actividad pero que no forma parte de su giro específico, como es la gestión de cobranza, o la gestión de importación de mercancías del extranjero. Es por ello

que los Factores han logrado acceder a este tipo de mercado ofreciendo un servicio especializado combinado con financiamiento ya sea a la empresa o a sus clientes, con un riesgo satisfactorio.

Por lo que se refiere a la fase pasiva en la función del Factor, ha evolucionado rápidamente, a través de nuevas fuentes y nuevos mecanismos estructurados de financiamiento, ofreciendo mayor flexibilidad en plazos, tasas y adaptándose a las necesidades actuales e inclusive generando nuevas formas que permiten la creación de nuevos productos.

Para los Factores en México, el primer gran paso fue el conseguir que se les reconociera como parte del Sistema Financiero, ya que esto les incrementó las posibilidades de financiamiento, por la seriedad y confiabilidad de ser empresas reguladas directamente por organismos oficiales, con lo que se abrieron las puertas a los fondos de fomento y programas de la Banca de Desarrollo y con ello el acceso a nuevos mercados.

El segundo paso fue el incursionar en los mercados de deuda pública, lo cual redujo la dependencia del fondeo de la banca comercial y les dió la posibilidad de financiarse a largo plazo, lo cual a su vez hizo posible el surgimiento de productos a largo plazo como Factoraje Inmobiliario.

El tercer paso es convertirse en empresa pública, lo cual es un compromiso con la sociedad y con sus inversionistas de mantener un alto grado de transparencia y con ello confiabilidad, lo cual se ve reflejado en un mayor interés por parte de otros intermediarios y del público inversionista en apoyar al Factor.

Este paso facilita y promueve los siguientes pasos a seguir como lo es la titularización de créditos, la cual no tardará en ser indispensable en la estrategia de todo Factor que busque ser líder y poseer la tecnología del sector.

En conclusión, vemos que si bien el tema es el "Fondeo de una empresa de Factoraje Financiero", su eficiente gestión no es posible si no va de la mano de un conocimiento profundo de la fase activa y una visión global del negocio.

El reto como profesional responsable del fondeo de un Factor y como Actuario, es utilizar los conocimientos que me ha dado la profesión para seguir innovando, buscando ampliar las oportunidades de negocio, maximizar las utilidades, dentro de un marco de incertidumbre, minimizando los riesgos inherentes y que contribuyan a lograr los objetivos del Factor, y que el Factoraje Financiero sea el vehículo de financiamiento de valor agregado que coadyuve con un mayor número de empresas a ser exitosas.

BIBLIOGRAFIA

Capítulo I

- + Bescós Modesto, "Factoring y Franchising", Ed. Pirámide, Madrid 1990.
- + Cox Anthony y Mackenzie John A., "International Factoring", Euromoney Publications, Londres 1985.
- + Aspe Armella Pedro, conferencia "Modernización Financiera en México", (10/3/94),
- + Godfrey Michael Revista "Factoring Industry, Special Survey", Inglaterra, junio 1993.
- + F.C.I. Correspondence Course, Capítulo 1, "The History of Factoring".
- + C.N.B. "Ley General de Organizaciones y Actividades Auxiliares del Crédito", México 1993.

Capítulo II

- + Mansell Carstens Catherine, "Las Nuevas Finanzas en México", Ed. Milenio, 1992.
- + Marcus Bruce y Lee Wallace Sherwood, "Competing in the New Capital Markets", Harper Business, 1991.
- + Muñoz Izquierdo Joaquín, artículo "Capital, Impulsor de la modernización", Revista Ejecutivos de Finanzas, IMEF, México, diciembre 1993.

Capítulo III

- + Donald Chew, "New developments in commercial Banking", Blackwell 1991.

Part II Asset Securitization.

- Lowell L. Bryan, McKinsey & Company, Inc. "Breaking Up the Bank: Rethinking an Industry Under Siege". Dow-Jones Irwin, 1988.

Capítulo 6.: "Structured Securitized Credit: A Superior Technology for Lending."

- Craig J. Goldberg and Karen Rogers, Merrill Lynch & Company. "An Introduction to Asset Backed Securities."

- Ocampo Juan M, y Rosenthal James, McKinsey & Company, Inc.,
"Securitization of Credit: Inside the New Technology of Finance"

+ Riehl Heinz y Rodríguez Rita, "Mercados de Divisas y Mercados de Dinero",
McGraw-Hill, 1990.

+ Duff & Phelps de México S.A. de C.V., "Perfil de Calificaciones", 4to trimestre
1993.

+ Guerra Roberto , Duff & Phelps de México S.A. de C.V., "Bursatilización -lo que es
y lo que no es-", Revista EconoFinanzas, julio 1994.

+ Carstens Agustin, Conferencia "Mercado de Coberturas Cambiarias", IMEF, mayo
1993.

ANEXO I "CALCULO DE TASAS DE INTERÉS DE REFERENCIA"

A) BONDE (Bono de Desarrollo Federal)

Se considera aquella que satisface la siguiente igualdad.:

$$PV_0 = \sum_{j=1}^m \frac{PMT}{(1+i)^j} + \frac{VN}{(1+i)^m}$$

En donde :

m = Número entero de periodos máximo del Bonde.

j = Período del Bonde.

PV₀ = Precio Promedio Ponderado del Bonde vigente al cuarto día hábil anterior al fin de cada mes, computado a partir de la fecha de emisión.

PMT = Monto de intereses referidos a la tasa de rendimiento más alta de los Cetes, Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento y Depósitos a plazo fijo, equivalentes a un mes, vigente a la misma fecha de colocación del Bonde.

VN = Valor Nominal del Bonde.

b) Para determinar la tasa de rendimiento de

- Certificados de Depósito Bancarios (CD'S)
- Pagarés con Rendimiento Liquidable al Vencimiento.
- Certificados de la Tesorería de la Federación (CETES).
- Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal (BONDES).

al plazo correspondiente, ya sea capitalizada o, en su caso, equivalente a 91 días, el representante común utiliza la siguiente fórmula:

$$TC = \left\{ \left(1 + \frac{TR}{36,000} \times PL \right)^{(91/PL)} - 1 \right\} \times 395.6$$

En donde :

TC = Tasa Capitalizada o Equivalente.

TR = Tasa de Rendimiento.

PI = Plazo correspondiente.

ANEXO II "CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN"

Estructura de calificaciones de emisiones otorgada por Duff & Phelps Credit Rating Co.:

A) Emisiones de Corto Plazo.

Nivel Alto

DPm1 + Emisiones con la más alta certeza de pago oportuno. La liquidez a corto plazo, factores de operación y acceso a fuentes alternas de recursos son excelentes.

DPm1 Emisiones con muy alta certeza en el pago oportuno. Los factores de liquidez y protección son muy buenos. Los riesgos son insignificantes.

DPm1 - Emisiones con alta certeza en el pago oportuno. La liquidez es buena y está soportada por buenos factores de protección. Los riesgos son muy pequeños.

Nivel Bueno.

DPm2 Emisiones con buena certeza en el pago oportuno. La liquidez y otros aspectos del emisor son firmes; sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento. El acceso a los mercados de capitales es bueno. Los factores de riesgo son pequeños.

Nivel Satisfactorio.

DPm3 La liquidez satisfactoria y otros factores de protección hacen que la emisión sea calificada como inversión aceptable. Es de esperarse que el pago oportuno se dé; sin embargo, los factores de riesgo son mayores, estando sujetos a variaciones.

Nivel no Califica para Inversión.

DPm4 Emisiones con características de inversiones especulativas. La liquidez no es suficiente para garantizar el servicio de la deuda. Los factores de operación están sujetos a un alto grado de variación.

Nivel Incumplimiento.

DPm5 Las emisiones de esta categoría implican que el emisor no ha cumplido con algún pago u obligación.

b) Emisiones de Mediano y Largo Plazo.

mAAA	Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.
mAA+ mAA mAA-	Emisiones con muy alta calidad crediticia. Los factores de protección son muy fuertes. El riesgo es modesto, pero puede variar ligeramente en forma ocasional por las condiciones económicas.
mA+ mA mA-	Emisiones con buena calidad crediticia. Los factores de protección son adecuados; sin embargo, en períodos de bajas en la actividad económica los riesgos son mayores y más variables.
mBBB+ mBBB mBBB-	Los factores de protección al riesgo son inferiores al promedio, no obstante se consideran suficientes para una inversión prudente. Existe una variabilidad considerable en el riesgo durante los ciclos económicos, lo que pudiera provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.
mBB+ mBB mBB-	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. No obstante, se estima probable que puedan cumplir sus obligaciones al vencimiento. Los factores de protección estimados fluctúan de acuerdo a las condiciones de la industria y a la habilidad de la administración de la compañía. La calidad de estas emisiones puede fluctuar con frecuencia.
mB+ mB mB-	Emisiones situadas por debajo del grado de inversión. Existe riesgo de que no puedan cumplir sus obligaciones. Los factores de protección financiera fluctúan ampliamente en los ciclos económicos, condiciones de la industria y la habilidad de la administración de la compañía para sortearlos. Las emisiones calificadas en esta categoría poseen las características de que pueden variar con frecuencia.

mCCC

Emisiones situadas muy por debajo del grado de inversión. Se caracterizan por tener un alto riesgo en su pago oportuno. Los factores de protección son escasos y el riesgo puede ser substancial en las situaciones desfavorables tanto de la industria como de la compañía.

mDD

Las emisiones de esta categoría implican que el emisor no ha cumplido con algún pago u obligación.