
Diagnóstico y perspectivas de la «Titulización» de activos en el Perú^{*}

Enrique Díaz Tong

En el mundo globalizado en el que vivimos, el costo del financiamiento puede significar una ventaja fundamental para el éxito empresarial. Por otro lado, el mercado de valores brinda la posibilidad de que las empresas que cumplan con los requisitos necesarios eviten a los intermediarios financieros y obtengan financiamiento directo de los inversionistas, con una menor tasa de interés. El problema radica en que el mercado de valores peruano no está muy desarrollado y son pocas las empresas que, por diferentes motivos, pueden recurrir a él para financiar sus actividades.

El presente trabajo trata sobre una alternativa innovadora para obtener financiamiento a través del mercado de valores, que lamentablemente no está siendo muy utilizada en el Perú: la Titulización de Activos. Se verá cómo, en cierto tipo de titulizaciones, estamos ante nuevos conceptos, lo que implica que debemos cambiar ciertas concepciones tradicionales sobre algunas figuras jurídicas. Se estudiará por ello, una evolución del Derecho que puede ser muy útil para la sociedad peruana en la época actual. Queda como tarea comprender esta evolución y aprovecharla en beneficio del país.

Este artículo se divide en cinco partes. En la primera se dará una rápida idea sobre la titulización de activos; luego, se explicarán los beneficios y las características que tiene este proceso en el Perú; a continuación se revisará cómo se han efectuado las titulizaciones en

* El autor desea agradecer a todas las personas que ayudaron en el presente trabajo, en especial al profesor Jesús Tong Chang y al señor Juan Carlos Prado Herrera, quien fue su asistente en la investigación realizada.

nuestro país, para luego señalar los nuevos fundamentos de las garantías y el potencial de los procesos de titulización; por último se mencionarán algunas conclusiones.

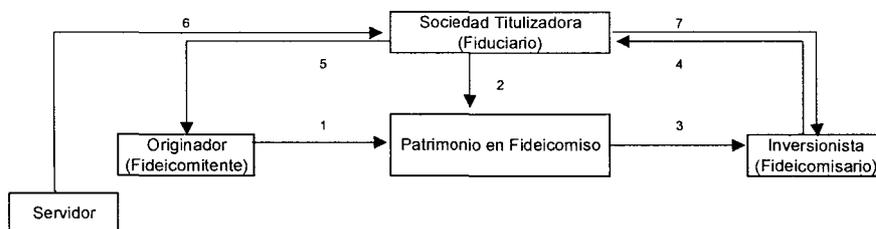
1. Un acercamiento a la Titulización de Activos

La Ley de Mercado de Valores define a la Titulización como «el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio», comprendiendo «la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores»; por otro lado, la misma ley señala que, para los procesos de titulización, se entenderá por activos a «los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos»¹. Ahora bien, para la constitución de Patrimonios de Propósito Exclusivo en el Perú existen dos posibilidades: el Fideicomiso de Titulización y las Sociedades de Propósito Exclusivo.

Por el Fideicomiso de Titulización una persona que busca liquidez, a la que se le denomina «fideicomitente» u «originador», transferirá parte de sus activos a una Fiduciaria, Sociedad Titulizadora, la que creará un patrimonio autónomo (patrimonio fideicometido). Contra este patrimonio se emitirán valores, y el mismo servirá de respaldo al pago de los derechos que tienen los inversionistas que adquirieron estos valores, los fideicomisarios. Por tanto, el esquema básico es el que se puede apreciar en la figura siguiente:

Figura 1

Esquema de Titulización en la modalidad de Fideicomiso de Titulización



Elaboración propia.

¹ El artículo 291° y 292° del D. Leg. N° 861, Ley del Mercado de Valores.

La empresa Fideicomitente u originador transferirá parte de sus activos a fin de constituir un Patrimonio en Fideicomiso (flecha 1), el que estará sujeto al dominio del Fiduciario (flecha 2). Contra este patrimonio se emitirán valores que se entregarán a los inversionistas, fideicomisarios, (flecha 3), quienes entregarán dinero en efectivo (flecha 4), y éste se dará al fideicomitente (flecha 5), habiéndose antes pagado los honorarios del Fiduciario. Luego, el servidor, «quien ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes»² del patrimonio en fideicomiso, transferirá el dinero cobrado a la empresa Fiduciaria (6) y con él se pagará a los inversionistas, fideicomisarios, según los términos en virtud a los cuales se emitieron los valores (7). La frecuencia de estos pagos varía en función a las características de cada mercado: en el Perú, los pagos generalmente son trimestrales; en Estados Unidos son semestrales y si son en eurobonos son anuales³. Estos pagos dan una seguridad a los inversionistas o Fideicomisarios, pues, en el supuesto de incumplimiento de uno de éstos, podrán pedir el pago del saldo total que se les adeude⁴.

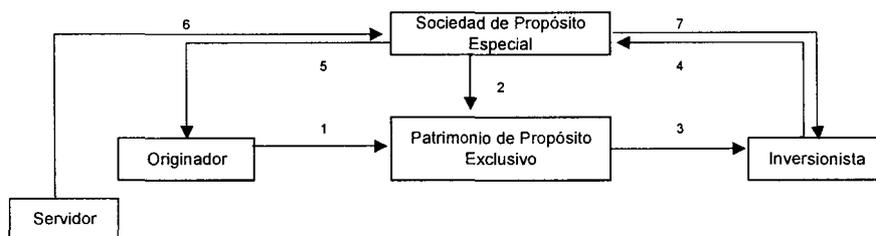
En la segunda de las modalidades de conformación de Patrimonios de Propósito Exclusivo, las Sociedades de Propósito Especial, la figura es similar a la del Fideicomiso de Titulización, con la diferencia de que el patrimonio de estas sociedades está conformado esencialmente por activos crediticios. Su objeto social se limita a la adquisición de los mismos y, a la emisión y pago de los valores mobiliarios respaldados por estos activos crediticios. En este caso, la figura que resumiría el proceso de titulización es la siguiente:

2 Artículo 292° del D. Leg. N° 861, Ley de Mercado de Valores.

3 Richard Brealey y Stewart Myers. **Principios de Finanzas Corporativas**. Mc. Graw Hill, Quinta Edición, Madrid España, 1996, p. 494.

4 En el Perú, las normas pertinentes no establecen una consecuencia específica ante el caso del incumplimiento en el pago de un determinado número de cuotas. Sin embargo, de las ocho titulizaciones de activos realizadas a la fecha, respecto de patrimonios de empresas privadas, en siete se estipulan procedimientos de disolución y liquidación del patrimonio fideicometido en los que no se recurre al Poder Judicial, estipulándose sólo en el segundo proceso de titulización de activos realizado en el Perú que, ante el incumplimiento se deberá iniciar un proceso ejecutivo. Ver detalles en la figura 8.

Figura 2
Esquema de Titulización en la modalidad de constitución de una
Sociedad de Propósito Especial



Elaboración propia

Ahora bien, en cualquiera de las dos modalidades de constitución de un patrimonio de Propósito Exclusivo, puede existir un mejorador, quien otorgará garantías para el pago de valores emitidos, las mismas que serán adicionales al Patrimonio de Propósito Exclusivo, sin perjuicio de las garantías que pueda otorgar el originador o fideicomitente. Además, es necesario precisar que, toda titulización tiene como requisito el que dos empresas clasificadoras de riesgo evalúen el proceso y emitan una clasificación en función al riesgo de la operación.

2. Beneficios y características propias de la Titulización de Activos como fuente de financiamiento en el Perú

2.1. Mejor acceso al Mercado de Valores y financiamiento con mejores tasas de interés.

El Mercado de Valores peruano es poco profundo por el número de operaciones que se realizan, asimismo existen pocas empresas que acceden a él; por ello, últimamente se ha puesto en debate una serie de propuestas para promover el acceso al financiamiento a través del mercado de valores⁵. Esta característica hace que los inversionistas

⁵ En el documento: «Resultado de la Consulta Ciudadana – Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores». Se establece una serie de propuestas destinadas a incorporar nuevos emisores e inversionistas al mercado de valores. Publicado el 25 de mayo del 2001, en el diario oficial «El Peruano», pp. 34 – 43.

sean muy selectivos en la elección de valores en los que deciden invertir; así, prefieren valores de empresas que tengan una clasificación de riesgo muy buena o excelente (de AA- a AAA) y, si una empresa emite valores sin tener esta clasificación, no comprarán los mismos o exigirán una prima por riesgo que haga que a la empresa ya no le sea rentable realizar la emisión de estos valores.⁶ Por otro lado, es difícil que una empresa que accede por primera vez al mercado de valores tenga una calificación de muy buena o excelente, por lo que la situación del Mercado de Valores se complica.

Frente al panorama antes descrito, la titulización de activos puede representar una alternativa adecuada para empresas que cumplen con los requisitos para acceder al mercado de valores, pero que no tienen la calificación que, en la práctica, solicitan los inversionistas en el mercado. Así, al crearse un patrimonio autónomo por la titulización de activos, los valores que se emitan contra este patrimonio pueden tener una mejor calificación de riesgo que la calificación de la propia empresa, por lo que se podrán colocar en el mercado, y en el futuro esta empresa podrá emitir nuevos valores con mayor facilidad, pues tendrá un historial que la respalda⁷. Veamos el siguiente ejemplo a fin de explicar nuestra idea:

Una empresa «Z», con una situación financiera estable, desea acceder al mercado de valores en busca de financiamiento por lo que quisiera emitir bonos. Sin embargo, uno de los requisitos que se pide por ley es que obtenga la clasificación de riesgo de determinadas empresas que se especializan en ello. El problema es que, al ser «Z» una empresa relativamente nueva, entre otros factores a considerarse, su calificación es de BBB+ (regular) o A (buena). Los inversionistas, por su parte, exigen bonos de empresas que tengan una clasificación de riesgo de AAA (excelente) o AA- (muy buena), y en el supuesto de que acepten los bonos de «Z» exigirían un rendimiento demasiado alto. Por tanto,

6 Como un ejemplo de esta situación, se puede decir que, a noviembre del año 2000, el 73.8% de la cartera de bonos del Sistema de Fondos Mutuos y el 67.9% de la cartera de los Bonos no financieros administrados por las AFPs estaba compuesta por bonos con categoría de Riesgo I. Documento «Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores» p. 22. *Op cit.* (Riesgo I: AAA y AA, Riesgo II: A, Riesgo III: BBB, Riesgo IV: BB y B).

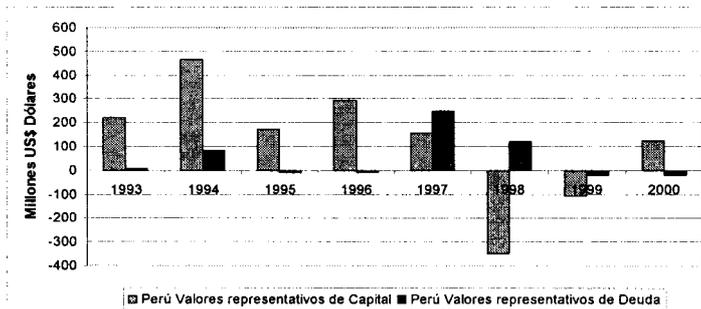
7 Tal como lo manifestaran los señores Pablo Quiroga Persivale, Gerente General de Intertítulos, y Cesar Lucana Tapia, Gerente de Administración y Finanzas de la Financiera CMR, en entrevistas realizadas los días 22 y 28 de febrero del 2002, respectivamente.

en la práctica a la empresa «Z» no le conviene emitir los bonos, aun cuando puede cumplir con los requisitos legales necesarios.

Sin embargo, «Z» podría realizar una titulización de activos, por lo que transferiría ciertos activos y constituiría un patrimonio autónomo, contra el que se emitirían bonos. Esta titulización se podría estructurar de tal forma que se disminuya el riesgo de incumplimiento para el inversionista, por lo que los bonos que se emitan tendrían la calificación de AA+ (muy buenos) aun cuando «Z», como empresa, mantenga una calificación de riesgo de BBB+ (regular) o A (buena). Ahora la empresa «Z» podrá emitir los bonos de titulización y, en el futuro, esto le servirá para ser conocida en el mercado valores, obtener mejor clasificación de riesgo y emitir bonos que no provengan de un proceso de titulización.

Es necesario recordar que una empresa puede acceder al mercado de valores emitiendo valores representativos de deuda (bonos de arrendamiento financiero, de titulización, instrumentos de corto plazo, etc.) y de capital (acciones). En el último de los casos los inversionistas exigirán un mayor rendimiento, toda vez que asumen un riesgo mayor pues, ante un problema de insolvencia que tenga la empresa serán los últimos en cobrar. Cabe mencionar que, en el Perú y en los países de la región, se percibe que los inversionistas están orientando sus recursos a valores representativos de deuda más que a los representativos de capital, tal como se aprecia en la figura siguiente.

Figura 3
Comparación de flujos netos de Valores representativos de deuda vs Valores representativos de Capital en el Perú



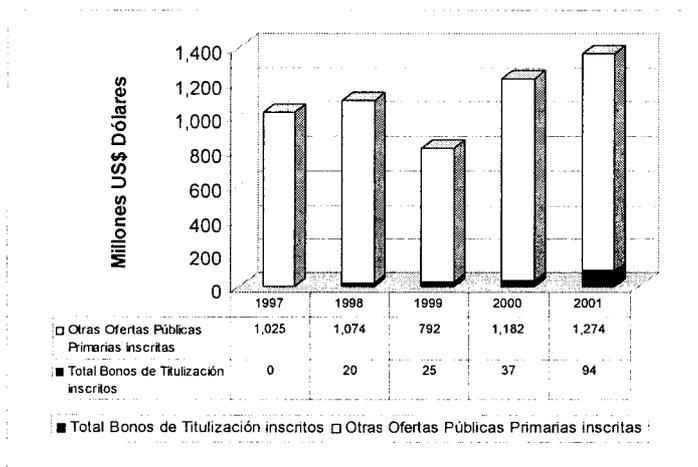
Fuente: Fondo Monetario Internacional (FMI) – Anuario Estadístico año 2000

Elaboración propia

Así, se puede apreciar que en 1993, se invertía en el Perú casi exclusivamente en valores representativos de Capital; sin embargo, a partir de 1994 se observa una tendencia a que el monto invertido en valores representativos de deuda aumente, aun cuando en el año 2000 se aprecia una reversión de esta tendencia.

Es necesario señalar que, en otros países de la región Sudamericana, la tendencia a que las inversiones se canalicen más a través de valores representativos de deuda, que a valores representativos de capital, se puede apreciar con bastante claridad.⁸ Por otro lado, en el Perú los bonos de titulización han aumentado su importancia en el total de ofertas públicas inscritas; en 1998 sólo representaban el 1.83% de las Ofertas Públicas Primarias inscritas y, en el 2001, representaron el 6.87%, tal como se puede apreciar en el gráfico siguiente:

Figura 4
Bonos de Titulización inscritos del Sector Privado en comparación con otras Ofertas Publicas Primarias Inscritas



Fuente: CONASEV

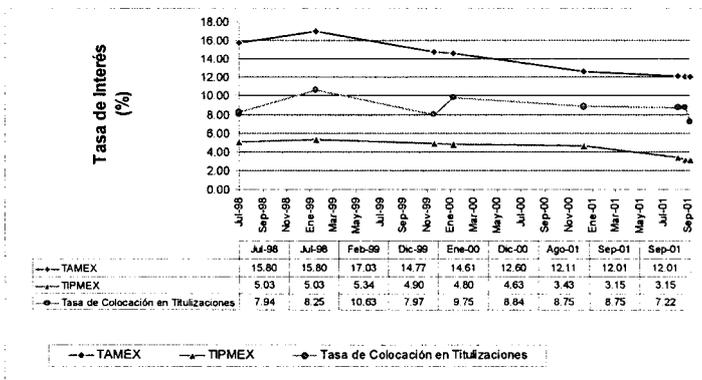
Elaboración: Propia

Nota: En el año 2000, no se consideran US\$ 100 millones de Bonos Brady emitidos. En los casos de los Bonos de Titulización Ferreyros 1998-01 y 1998-02, y de Alicorp no se consideran los montos inscritos, sino los emitidos en sus respectivas fechas.

⁸ Como es el caso de Chile, Colombia y Argentina. En estos países, durante los años 1999 y 2000, los flujos netos de valores representativos de deuda fueron mayores a los

Ahora bien, una vez que las empresas han accedido al mercado de valores, otro de los beneficios que consiguen a través de la titulización de activos es que consiguen financiamiento a través de menores tasas de interés, justamente por el hecho de que prescinden de los intermediarios financieros a fin de conseguir los fondos requeridos. Por cierto este beneficio es inherente a toda financiación a través del mercado de valores. Lo dicho cobra mayor importancia en un país como el Perú, en el que la diferencia o *Spread* entre las Tasas de Interés Activas, a las cuales las instituciones financieras prestan dinero, y las Tasas Pasivas, interés que las instituciones financieras pagan por los depósitos que reciben, es elevado en términos internacionales. En el gráfico que se presenta a continuación se puede apreciar la tasa a la que se han colocado los valores emitidos respecto de activos titulizados en el Perú, en comparación a las Tasas Activas y Pasivas del mercado:

Figura 5
Comparación de Tasas de Interés Activas y Pasivas del mercado vs
tasas conseguidas en los procesos de Titulizaciones. En Moneda
Extranjera (US\$).



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (www.bcrp.gob.pe)

Elaboración: Propia.

valores representativos de capital en los siguientes montos (en millones de dólares americanos): 1,612 y 712 en Chile; 704 y 1,379 en Colombia; y 16,764 y 5,122 en Argentina respectivamente. (*International Financial Statistic Yearbook 2001*, elaborado por el Departamento de Estadística del Fondo Monetario Internacional. Volúmenes LIV 2001 y LIV N° 12, diciembre del 2001. Washington D.C. Editorial División IMF).

Así, mientras la Tasa Activa en Moneda Extranjera (TAMEX) ha fluctuado entre los 15.80% y los 12.01% anuales, durante el período comprendido entre julio de 1998 y septiembre del 2001, las empresas que han titulizado activos en el Perú han colocado los valores a tasas que fluctúan entre el 10.63% y el 7.22%. Por otro lado, la Tasa Pasiva en Moneda Extranjera (TIPMEX) ha fluctuado entre el 5.34% y el 3.15%, respectivamente. El beneficio obtenido en términos de una menor tasa de interés es evidente.

2.2. Acceso al financiamiento de largo plazo

En el Perú no existen muchas fuentes de financiamiento de largo plazo para las empresas, entre otras razones por el riesgo país y la inestabilidad que hemos vivido. Revertir esta situación es algo que se podrá hacer en el mediano y largo plazo. Frente a este panorama, es común que las empresas en el Perú se financien a través de capital de corto plazo, lo que produce inestabilidad en su gestión financiera, por las características propias de este financiamiento. Una de las características de una titulización de activos es que se emitirán valores con vencimiento a mediano y largo plazo (tal como se puede apreciar en la figura 8, en el Perú se han emitido bonos de titulización con una vigencia que ha fluctuado entre los 2.5 y 7 años) pues, así como se requiere un monto mínimo de emisión a fin de poder diluir los costos fijos de la misma, también es necesario prorratear éstos en un mediano o largo plazo.

2.3. Una peculiaridad importante: El financiamiento a través de activos futuros

A través de la titulización, se pueden titular los activos de una empresa y la esperanza incierta de que los mismos existan, con lo cual se facilita el financiamiento a través de activos que tradicionalmente no han sido utilizados como garantías o fuentes de financiamiento, por lo que las empresas pueden aumentar sus grados de apalancamiento. Por cierto, si estamos ante el caso de una empresa que utiliza una tasa de descuento para los accionistas mayor a la tasa de descuento del financiamiento externo, forma en la que deberían evaluarse los proyectos de una empresa, el Costo Promedio Ponderado (CPPC o WAACC,

por sus siglas en inglés) del Financiamiento de la empresa se vería reducido (en la medida que el riesgo del proyecto sea similar al riesgo de la empresa y que el mismo se financie con un apalancamiento similar al de la empresa), siempre que los accionistas no perciban que existe un mayor riesgo de quiebra de la empresa, debido al elevado apalancamiento, pues en este caso ellos subirían el rendimiento que exigen por el capital aportado y el CPPC no se vería reducido⁹. Veamos el siguiente ejemplo:

**Una empresa comercial tiene el siguiente balance:
Balance de "X" S.A. al 31 de diciembre del 2001
Nuevos Soles**

| | | | |
|---------------------------|-----------|-------------------------------|-----------|
| ACTIVOS | | PASIVOS | |
| Caja y Bancos | 500,000 | Cuentas por pagar comerciales | 970,000 |
| Cuentas por Cobrar | 1,000,000 | Tributos por pagar | 30,000 |
| Mercadería | 2,000,000 | | |
| Total Activo Corriente | 3,500,000 | Total Pasivo corriente | 1,000,000 |
| Inmuebles (neto) | 1,000,000 | Cuentas por pagar Bancos | 1,000,000 |
| Total Activo no Corriente | 1,000,000 | Pasivo No Corriente | 1,000,000 |
| | | Total Pasivos | 2,000,000 |
| | | PATRIMONIO | |
| | | Patrimonio | 2,000,000 |
| | | Resultados del ejercicio | 500,000 |
| | | Total Patrimonio | 2,500,000 |
| Total Activos | 4,500,000 | Total Pasivo + Patrimonio | 4,500,000 |

Un balance nos da una fotografía de la situación de una empresa en un momento determinado, por tanto, ante esta situación la empresa «X» S.A. podría utilizar su inmueble, un activo fijo, a fin de obtener

⁹ Sobre el Costo de Capital, ver Enrique Díaz Tong, «La Rentabilidad Mínima del Accionista, el Nivel de Endeudamiento y la Tasa de Interés Activa», en: **Informativo Caballero Bustamante**, 2da Quincena de Septiembre del 2000, N° 455. Por otro lado, sobre las variables que determinan la estructura de capital de las empresas existen diferentes modelos teóricos, sobre el tema ver: Laurence Booth. «*The Capital Structures in Developing Countries*», en *The Journal of Finance*. Publicación de *The Journal of the American Finance Associations*, Vol 56, Feb 2001, N° 1, Malden – USA.

créditos. Así, podría pedir préstamos a un Banco dando como garantía el inmueble que tiene y, dependiendo de las condiciones que negocie con el Banco, tendría que pagar un interés cercano a la Tasa Activa en Moneda Nacional (TAMN).

Por otro lado, si la empresa desea obtener un financiamiento más barato y cumple con los requisitos de ley, podría ir al mercado de valores, captar fondos y emitir valores a cambio. En este caso, la empresa podría titular el inmueble, por lo que el mismo se transferiría a un patrimonio autónomo y se emitirían valores contra el mismo y los flujos que éste genere (en una empresa comercial, en principio, no se podrían emitir valores contra los flujos que el inmueble genere; sin embargo, si estamos ante el caso de una empresa inmobiliaria que titula un edificio, se podrían emitir valores contra el edificio y los flujos futuros que el mismo genere, como serían los alquileres que se cobren). En este caso, vemos que la titulización de activos funciona como una de las múltiples fuentes que tienen las empresas para captar fondos del mercado de valores. Sin embargo, consideramos que un beneficio adicional que presenta la titulización de activos es que se pueden titular flujos futuros, o la esperanza incierta de que existan bienes futuros¹⁰, con lo cual se titulan activos que no «están reflejados directamente» en el balance. Expliquemos estas ideas. Con una situación como la descrita por el balance antes mencionado, la empresa «X» S.A. podría buscar, entre otras formas de financiamiento, las siguientes:

- Créditos Bancarios y/o Comerciales

La empresa «X» S.A. podría otorgar como garantía el inmueble que tiene y obtener un crédito de un banco o de sus proveedores, en este último caso probablemente sería en mercaderías. Asumamos que consigue un crédito bancario de corto plazo de S/. 600,000, el nuevo balance sería el siguiente:

10 El artículo 295° de la Ley de Mercado de Valores, establece que se puede titular todos los «activos y la esperanza incierta a que hace referencia el artículo 1409° del Código Civil, sobre los que su titular pueda disponer libremente». Por otro lado, el artículo 1409° señala que: «La prestación materia de la obligación creada por el contrato puede versar sobre:

1. Bienes futuros, antes de que existan en especie, y también la esperanza de que existan [...]

**Balance de «X» S.A. con un crédito de corto plazo
Nuevos Soles**

| | | | |
|---------------------------|------------------|-------------------------------|------------------|
| ACTIVOS | | PASIVOS | |
| Caja y Bancos | 1,100,000 | Cuentas por pagar comerciales | 970,000 |
| Cuentas por Cobrar | 1,000,000 | Tributos por pagar | 30,000 |
| Mercadería | <u>2,000,000</u> | Cuentas por pagar a bancos | <u>600,000</u> |
| Total Activo Corriente | 4,100,000 | Total Pasivo corriente | 1,600,000 |
| Inmuebles (neto) | <u>1,000,000</u> | Cuentas por pagar Bancos | <u>1,000,000</u> |
| Total Activo no Corriente | 1,000,000 | Pasivo No Corriente | <u>1,000,000</u> |
| | | Total Pasivos | 2,600,000 |
| | | PATRIMONIO | |
| | | Patrimonio | 2,000,000 |
| | | Resultados del ejercicio | <u>500,000</u> |
| | | Total Patrimonio | 2,500,000 |
| Total Activos | <u>5,100,000</u> | Total Pasivo + Patrimonio | <u>5,100,000</u> |

Como se puede apreciar, lo que ha sucedido es que ha ingresado dinero a la caja de la empresa por S/. 600,000 y se ha generado una cuenta por pagar al banco por el mismo monto, para lo cual se ha utilizado el inmueble de la empresa, celebrándose una hipoteca en virtud de la cual se ha gravado este bien a favor del banco, constando este hecho en las notas del balance.¹¹

Es necesario aclarar que, en nuestra opinión, la figura descrita en esta norma no se ajusta a los conceptos de flujos futuros titulizados. Este artículo regula lo que en doctrina se conoce como *emptio rei speratae* o «compraventa de bienes cuya existencia futura se toma como cierta para los efectos de la celebración del contrato», y no se tiene seguridad sobre la cuantía y calidad de los mismos (Manuel De la Puente y Lavalle. «El Contrato General», Tomo III, Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 1991, pp. 419 – 428, y Delia Revoredo. «Código Civil – Exposición de Motivos», tomo VI, Occurra Editores S.A., Lima 1985- pp. 68 – 69); sin embargo, el caso de la titulización de flujos futuros no se ajusta a esta figura pues no se está realizando una compraventa.

11 El ejemplo busca explicar la idea del apalancamiento con una garantía hipotecaria. En estricto, se deberían haber generado gastos por esta operación (otorgamiento de la escritura pública, derechos registrales, etc.) que influirían en el resultado del ejercicio, pero la idea que se quiere transmitir no cambia.

- Transferir cuentas por pagar

La empresa «X» S.A. también podría utilizar las cuentas por cobrar que tiene para financiarse, podría transferir las mismas, darlas en descuento y/o en *factoring*, en estos casos probablemente quien reciba estas cuentas por cobrar pediría una garantía que asegure un eventual incumplimiento en el pago de estas acreencias¹². En este supuesto el balance de la empresa quedaría de la siguiente forma:

**Balance de «X» S.A. con transferencia de cuentas por cobrar
En Nuevos Soles**

| | | | |
|---------------------------|-----------|-------------------------------|-----------|
| ACTIVOS | | PASIVOS | |
| Caja y Bancos | 1,100,000 | Cuentas por pagar comerciales | 970,000 |
| Cuentas por Cobrar | 400,000 | Tributos por pagar | 30,000 |
| Mercadería | 2,000,000 | | |
| Total Activo Corriente | 3,500,000 | Total Pasivo corriente | 1,000,000 |
| Inmuebles (neto) | 1,000,000 | Cuentas por pagar Bancos | 1,000,000 |
| Total Activo no Corriente | 1,000,000 | Pasivo No Corriente | 1,000,000 |
| | | Total Pasivos | 2,000,000 |
| | | PATRIMONIO | |
| | | Patrimonio | 2,000,000 |
| | | Resultados del ejercicio | 500,000 |
| | | Total Patrimonio | 2,500,000 |
| Total Activos | 4,500,000 | Total Pasivo + Patrimonio | 4,500,000 |

En este caso, la empresa ha utilizado S/. 600,000 de sus cuentas por cobrar para obtener liquidez y ha ingresado en caja dinero por un monto similar¹³, además de haber utilizado su activo a fin de ofrecer una garantía.

12 Sobre el tema ver Enrique Díaz Tong. «Operaciones de descuento de instrumentos de contenido crediticio. ¿Qué mejoras pueden introducirse al sistema de descuento de instrumentos crediticios a fin de innovar y optimizar esta importante fuente de financiamiento?», en: *Actualidad Jurídica*, publicación Mensual de Gaceta Jurídica, Septiembre del 2001, Tomo 94.

13 Al igual que en el ejemplo anterior, se busca simplificar la realidad. En estricto, ingresaría a caja un monto menor a los S/. 600,000 que salieron de las cuentas por cobrar, pues habría que descontar el costo de este financiamiento. Sin embargo, al igual que en el ejemplo anterior, esto no cambia la idea principal que se quiere transmitir.

En los dos casos explicados, el crédito y la transferencia de cuentas por cobrar, la empresa ha utilizado los activos que tenía reflejados en el balance para obtener financiamiento. Así, en el primer caso utilizó su inmueble y en el segundo, además recurrió a las cuentas por cobrar que tenía. En la titulización de activos, también se pueden utilizar estos activos para obtener financiamiento, así se transferiría el activo o las cuentas por cobrar a un patrimonio autónomo y contra éste, y los flujos futuros que el mismo genere se emitirían valores, en este caso la titulización no diferiría mucho de las opciones de financiamiento antes explicadas. Es necesario precisar que, con estas titulizaciones de activos, se mejorarán los *ratios* de liquidez y rentabilidad de la empresa.

La titulización de activos adquirirá características especiales cuando se titulicen flujos futuros que no tienen una representación directa en el balance de la empresa al momento de la titulización. Así, por ejemplo, si una empresa tituliza los ingresos que obtendrá por determinado rubro en un plazo de seis años, estos flujos futuros no figuran en su balance, a diferencia de los casos de la titulización del inmueble y de las cuentas por cobrar antes mencionados, en los que, si bien también se puede entender que se titulizan flujos futuros (como serían los ingresos que se obtengan por el alquiler del inmueble, o los ingresos que se obtengan al momento de cobrarse las cuentas por cobrar) los mismos si han tenido una representación en el balance al momento de la titulización (en el caso del inmueble, este figuraba como un activo fijo, y en el caso de las cuentas por cobrar estas figuraban como tales en el balance). Por razones didácticas en lo sucesivo nos referiremos a los flujos futuros que no tienen una representación en el balance simplemente como flujos futuros.

Veamos como sería el caso en el que la empresa «X» S.A. titulice flujos futuros. La empresa X podría titulizar los ingresos que obtenga por la venta de determinados productos a ciertos clientes, (como fue el caso de la titulización de Quimpac, donde se tituló los flujos futuros provenientes de la venta de sal y productos químicos que se venderían a determinados clientes, y el de Alicorp, en el que se titularon los ingresos en efectivo derivados de la cobranza de los documentos de crédito generados por las ventas que se efectúen a determinados clientes) o los ingresos que se obtengan por las ventas que se hagan a través de ciertos medios de pago (como fue el caso de los Bonos de Titulización de Wong & Supermercados Metro, en que se

titulizaron los flujos futuros que se obtendrían a través de cierta tarjeta electrónica). En cualquiera de estos casos, los flujos futuros no se encuentran representados en el balance, y tampoco los bienes con los que se obtendrán los mismos. Así, en el balance de una empresa fabril no están reflejados los insumos con los que se van a producir los productos que serán vendidos dentro de 4 ó 5 años, ni la mercadería que se venderá en el mismo plazo y será pagada a través de un medio de pago en especial.

Entonces, uno de los beneficios fundamentales de la titulización de flujos futuros es que permite titular activos que todavía no existen, ni tienen una representación en el balance, por lo que las empresas obtienen un financiamiento a través de bienes que tradicionalmente no han sido utilizados en el Perú como garantías, a fin de obtener financiamiento. Conviene adelantar que para la titulización además se requiere de otros requisitos, los mismos que se explicarán más adelante.

2.4. Mejor uso de los activos

Existe casi un consenso general en el sentido de que la función de una empresa es incrementar el valor de la misma para los accionistas¹⁴, para lo cual, entre otras cosas, quienes la dirigen deben buscar obtener un elevado rendimiento sobre los activos de la empresa. Una de las formas más utilizadas de clasificar los activos es dividir los mismos en activos corrientes y no corrientes. Un activo será corriente si se puede hacer líquido en menos de un año, de lo contrario será un activo no corriente. Los activos no corrientes, en principio, no están destinados a ser vendidos periódicamente sino que sirven para el funcionamiento de la empresa. Así, activos no corrientes como el inmueble donde funciona la empresa, no están generalmente destinados a ser continua-

14 «El valor se representa por el precio en el mercado de las acciones comunes de la empresa, lo cual a su vez es una función de las decisiones sobre inversiones, financiamiento y dividendos de la organización». James Van Horne. *Administración Financiera – Décima Edición*, Prentice-Hall Hispanoamericana S.A. 1997, Edo. de México – México. Por otro lado, este valor no es constante sino, por el contrario, es totalmente dinámico, por lo que se habla de una Migración de Valor, sobre el tema, Adrian Slywotzky y otros. «Un crecimiento sostenido del valor para el accionista», en Harvard DEUSTO *Business Review*, Edición Especial 100 HDBR 2001, Ediciones Deusto S.A., Bilbao – España, pp. 158 – 169.

mente transferidos, a diferencia de la mercadería que se comprará para ser vendida o los insumos que se compran para ser transformados.

Los activos no corrientes normalmente se utilizan como garantías de los créditos que puede pedir la empresa. En este orden de ideas, el inmueble donde funciona la empresa puede servir de garantía para que ésta pida un préstamo o una línea de crédito a un banco.

Uno de los problemas que se tiene en el Perú es que la ejecución de las garantías, aun cuando en teoría es un proceso expeditivo, en la práctica es un proceso por demás lento, por problemas inherentes a todo el Poder Judicial, sin perjuicio de que existen casos en los que se utilizan determinadas figuras legales a fin de burlar tales garantías¹⁵. Esto origina, además de una elevada tasa de interés activa, que las instituciones castiguen el valor de los inmuebles, así, en un crédito normal se tasaré el inmueble a fin de obtener su valor comercial y luego se obtendrá un Valor de Realización Automática (normalmente es equivalente a las 75% del valor comercial), sobre el que se otorgará un crédito, la diferencia entre el valor comercial y el monto del crédito se denomina margen de seguridad del prestamista¹⁶.

En la titulización de activos sobre flujos futuros, una empresa puede utilizar mejor su activo como colateral, pues en lugar de tener un crédito que es directamente garantizado por el activo, se utiliza el mismo como una garantía accesoria, siendo la garantía principal los flujos futuros que se generen. Al ser la garantía una de carácter accesoria, no se exigirá que el valor comercial del inmueble sea tan alto, e incluso se podrá dar en garantía derechos que normalmente no son aceptados por las instituciones financieras, como es el caso de los Bonos de Titulización las Tiendas E. Wong e Hipermercados Metro, en los que se constituyeron Fideicomisos de Usufructo.

2.5. Necesidad de mostrar información de la empresa

La empresa que desee efectuar una titulización de activos tendrá que mostrar no sólo sus Estados Financieros, sino explicar su negocio, perspectivas y posición en el mercado a las empresa clasificadoras de

¹⁵ Como el caso en el que se inscribe un arrendamiento en Registros Públicos cuando el inmueble está hipotecado, en este caso el valor de remate del inmueble disminuirá, pues el adjudicatario del mismo tendría que respetar este arrendamiento.

¹⁶ James Van Horne. *Op. cit.* Edo de México – México, p. 465.

riesgo, a fin de obtener la clasificación de riesgo exigida por ley. Es necesario precisar que, el que una empresa tenga que mostrar información sobre su estado es consustancial al hecho que quiera recurrir al mercado de valores en busca de financiamiento, cualquiera sea la forma en que intente conseguir el mismo. En el Perú, una de las razones por las cuales el mercado de valores no está tan desarrollado es que gran número de empresas son familiares, por lo que en ellas puede existir una tendencia a no mostrar en forma abierta su información¹⁷.

2.6. Aspectos tributarios de la titulización

Desde el punto de vista de los inversionistas, tanto los intereses que obtenga quien ha recibido bonos provenientes de un proceso de titulización de activos, como las ganancias de capital se encuentran exoneradas del Impuesto a la Renta¹⁸. Respecto al Impuesto General a las Ventas, los intereses que se generen por estos bonos están exonerados de este impuesto en la medida que la emisión se efectúe de conformidad con la Ley de Mercado de Valores.¹⁹

Desde la posición de la empresa que desee titular sus activos (fideicomitente u originador), la transferencia de bienes muebles e inmuebles que efectúe de los mismos a la fiduciaria, para la constitución del patrimonio fideicometido no está afecta al IGV, al igual que la devolución o transferencia que realice la fiduciaria a la empresa

17 El trabajo de Utpal Battacharya y B. Ravikumar muestra que en economías con un bajo nivel de desarrollo de los mercados primarios de capitales, las empresas familiares son más grandes, duran más y tienen bajos *ratios* de inversión. («*Capital Markets and the Evolution of Family Businesses*», en *The Journal of Business*, The University of Chicago Press – The Graduate School of the University of Chicago, Vol 74, Num. 2, April 2001, Illinois – USA, pp. 212 y 213).

18 De conformidad con lo establecido por el artículo 19° del Texto Único Ordenado de la Ley de Impuesto a la Renta, D.S. 054-99-EF, modificado por el artículo 4° de la Ley N° 27034, esta exoneración estará vigente hasta el 31 de diciembre del 2002. Es necesario señalar que el D. Leg. N° 774, publicado el 31 de diciembre de 1993, instituyó esta exoneración hasta el 31 de diciembre del 2000 y, desde esta fecha, la misma se ha venido prorrogando anualmente.

19 Tal como se establece en el numeral 7 del apéndice II del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo, D.S. N° 055-99-EF, concordado con la Ley N° 27614, estos intereses se consideran exonerados del IGV hasta el 31 de diciembre del 2002.

fideicomitente, una vez finalizado el fideicomiso. En el caso que se efectúe una transferencia de créditos, el fideicomitente será contribuyente del IGV «por las operaciones que originaron dichos créditos y por los conceptos no devengados» incluidos o excluidos en el documento que sustente la transferencia. Una vez efectuado el fideicomiso, el patrimonio fideicometido será considerado contribuyente, respecto de los intereses e ingresos que se devenguen²⁰. Veamos un ejemplo sobre la transferencia de créditos:

En el caso de que una empresa «Y» titulice 10 millones de sus cuentas por cobrar, esta transferencia no estará afecta al IGV; sin embargo, la empresa «Y» responde por los tributos que se hayan generado hasta antes de la transferencia, que dieron lugar al nacimiento de estas cuentas por cobrar (por ejemplo: el IGV y el Impuesto a la renta que se hayan generado por las ventas o intereses cobrados a los clientes que, al no ser pagados al contado, dieron lugar a que existieran estas cuentas por cobrar por el monto de 10 millones). Asumamos que, al administrar estas cuentas por cobrar por 10 millones, la fiduciaria tiene que cobrar una cuenta de 100,000 que vence el 15 de junio, de los cuales 95,000 fueron por la venta de un producto que realizó la empresa «Y» al cliente y 5,000 por intereses cobrados por esta misma empresa; si llegado el vencimiento la empresa fiduciaria cobra los 100,000, no existirá IGV que pagar²¹. Sin embargo, si el deudor se demora en cancelar y tiene que pagar 100,500 por la demora (100,000 de la cuenta por cobrar y 500 de intereses por los días transcurridos), estos 500 sí estarán afectos al IGV y al correspondiente Impuesto a la Renta y se considerará al patrimonio fideicometido como contribuyente (no debemos olvidar que una empresa fiduciaria puede administrar varios patrimonios fideicometidos)

En el supuesto de que, en una titulación de activos, se transfiera un inmueble al patrimonio fideicometido, esta transferencia estaría gravada con el Impuesto a la Alcabala que grava «las transferencias de inmuebles urbanos y rústicos a título oneroso o gratuito, cualquiera

20 Tal como lo establece la primera disposición final de la Ley N° 27039 y el artículo 19° del Reglamento de la Ley de IGV, incorporado por el artículo 3° del D.S. N° 024-2000-EF.

21 Tal como lo establece el numeral 11 del apéndice II, del Texto Único Ordenado de la Ley de IGV e ISC, modificado por el artículo 2° del Decreto Supremo N° 096-2001-EF.

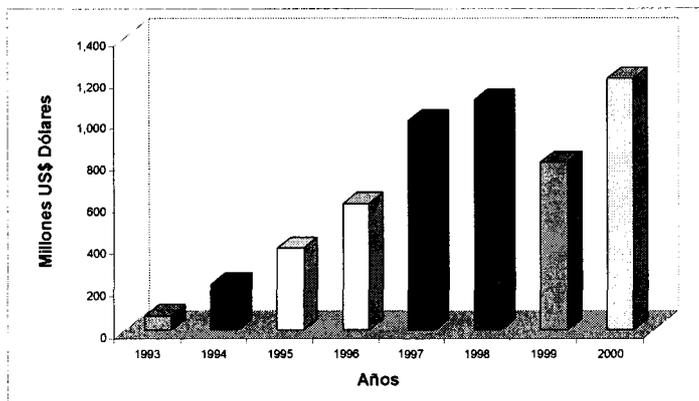
sea su forma o modalidad»²². Al respecto la Ley de Mercados de Valores es clara al señalar que en una titulización de activos se transfieren los mismos a un patrimonio de propósito exclusivo, por lo que se gravaría la transferencia de inmuebles en dos momentos: al constituirse el patrimonio de propósito exclusivo y cuando el mismo se disuelve. Sin embargo, somos de la opinión de que se debería modificar dicha norma y no gravar con el Impuesto de Alcabala estas dos transferencias de inmuebles, pues la misma lógica que se aplicó para señalar que la transferencia de un bien no está afecta al IGV, en el caso de la constitución de patrimonios fideicometidos, se puede aplicar al caso del Impuesto de Alcabala. Tal como está redactada la norma, se desincentiva la titulización de bienes inmuebles, pues en estos casos sería más conveniente utilizar los mismos como colaterales de un crédito. En este supuesto no se realizaría una transferencia de propiedad, por lo que no se configuraría la hipótesis de incidencia del Impuesto de Alcabala; sin embargo, se perderían todos los beneficios de la titulización de activos.

3. Los procesos de Titulización de Activos en el Perú

El mercado peruano de valores ha experimentado un crecimiento importante desde inicios de la década pasada, entre otras razones, a raíz de las reformas económicas que vivió nuestro país. Sin embargo, aun cuando el monto negociado en el mercado primario de valores ha sufrido un aumento sustancial, todavía tenemos un monto de negociación reducido en comparación con otros países de la región. Así, como se puede apreciar en los siguientes cuadros, si bien el monto negociado en el mercado primario se ha incrementado considerablemente entre 1993 y el 2000, todavía representa sólo el 2.2% del PBI, porcentaje reducido en comparación con otros países de la región.

22 Artículo 21° de la Ley de Tributación Municipal, D. Leg. N° 776.

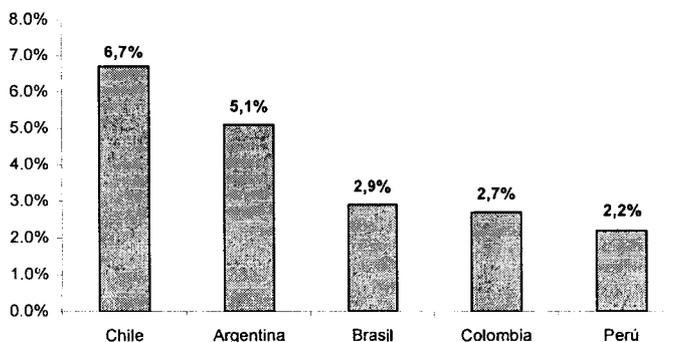
Figura 6
Ofertas Públicas inscritas en el Perú. Período 1993 - 2000



Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – CONASEV

Elaboración: Gerencia de Investigación y Desarrollo - CONASEV

Figura 7
Oferta Pública Primaria en la Región con relación al PBI (1)



(1) Cifras del Perú al 2000 y resto de países a 1998.

Fuente y Elaboración: Ministerio de Economía y Finanzas. Documento: Resultado de la Consulta Ciudadana, Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores, publicado en el Diario Oficial «El Peruano», el 25 de mayo del 2001.

La titulización de activos se comienza a regular en el Perú en octubre de 1996, con el D. Leg. N° 861, realizándose la primera operación en julio de 1998, por un monto de US\$ 20'000,000 siendo el fideicomitente u originador Ferreyros S.A. y los activos titulizados cuen-

tas por cobrar; además, esta empresa ha realizado tres procesos más de titulización de activos; Edificios San Isidro ha titulado unos inmuebles y los flujos futuros que ellos generen; y, por último, Quimpac S.A., Tiendas E Wong e Hipermercados Metro y Alicorp S.A.A. han titulado flujos futuros. Los detalles de estas titulizaciones se pueden apreciar en la figura 8.

En la figura 5, antes mostrada, hemos visto como las titulizaciones efectuadas han aprovechado el diferencial existente en el mercado peruano entre las tasas activas y pasivas, siendo conveniente resaltar que la tasa de interés en el Perú se ha visto reducida en los últimos años, por diferentes factores como disminución de tasas de los bonos del tesoro americano, reducción del riesgo país, etc.

Vemos entonces que en nuestro país se han realizado contados procesos de titulización por un pequeño número de empresas, lo cual es lógica consecuencia de la poca profundidad del mercado peruano, los costos inherentes a toda titulización y al hecho de que pocas empresas pueden reunir las características como para titular montos elevados de activos. Por otro lado, en el mercado existe una demanda de valores que excede largamente la oferta de los mismos, tal como se puede apreciar en la figura 9.

Figura 8
Detalle de Titulizaciones de Activos de empresas privadas realizadas en el Perú.

| Fecha de colocación | Originador / Sociedad Titulizadora | Servidor | Tasa de Interés / Forma de Pago Intereses | Monto Inscrito | | Saldo en Circulación | | Categorías de Clasificación | | | | | Vigencia | |
|------------------------|--|--|--|--|------------|----------------------|-------|-------------------------------|-------------|---------------|--|--|----------|--|
| | | | Dólares | Dólares | Dólares | Soles | APOYO | PCR | Equilibrium | Duff & Phelps | | | | |
| 21-Jul-98 | Ferreyros / Cbcorp Peru S.T. | Ferreyros | Serie A: 7.94% Serie B: 8.25% / Mensual | 20 000 000 Serie A: 17 000 000; Serie B: 3 000 000 | | | | AAA (Serie A) AA (Serie B) | | | | | | Serie A: 2.5 años Serie B: 3.5 años |
| 05-Feb-99 | Edf. San Isidro / Creditulos ST S.A. | Creditulos ST S.A. | 10.63% / Trimestral | 10 150 000 | 10 150 000 | | | AA-(pe) | pAA- | | | | | 7 años |
| 10-Dic-99 | Ferreyros / Cbcorp Peru S.T. | Ferreyros | 7.97% / Trimestral | 15 000 000 ** | 15 000 000 | | | AAA(pe) | pAAA | | | | | 4 años |
| 28-Ene-00 | Quimpac S.A. / Interfutus S.T. | Interbank | 9.75% / Trimestral | 20 000 000 | 20 000 000 | | | AA+(pe) | | AAA | | | | 7 años |
| 28-Dic-00 | Ferreyros / Cbcorp Peru S.T. | Ferreyros | 8.8438% / Trimestral | 17 000 000 | 17 000 000 | | | AAA(pe) | pAAA | | | | | 4 años |
| 28-Ago-01 27-Sep-01 | E.Wong y Supermercados Metro / Interfutus S.T. | Visanet | 8.75% / Trimestral | 50 000 000 | 50 000 000 | | | AA(pe) | | AAA | | | | 5 años |
| 11-Sep-01 | Ferreyros / Cbcorp Peru S.T. | Ferreyros | 7.22% / Trimestral | 4 000 000 ** | 4 000 000 | | | AAA(pe) | pAAA | | | | | 4 años |
| 14-Sep-01 | Alcorp S.A. / Creditulos ST S.A. | De los flujos Banco de Crédito del Perú, De la cobranza, Alcorp S.A. | 8.75% / Trimestral | 60 000 000 | | 125 000 000 | | AA-(pe) | pAA- | | | | | 7 años |

Fuente: Información proporcionada por las empresas a CONASEV

Elaboración propia

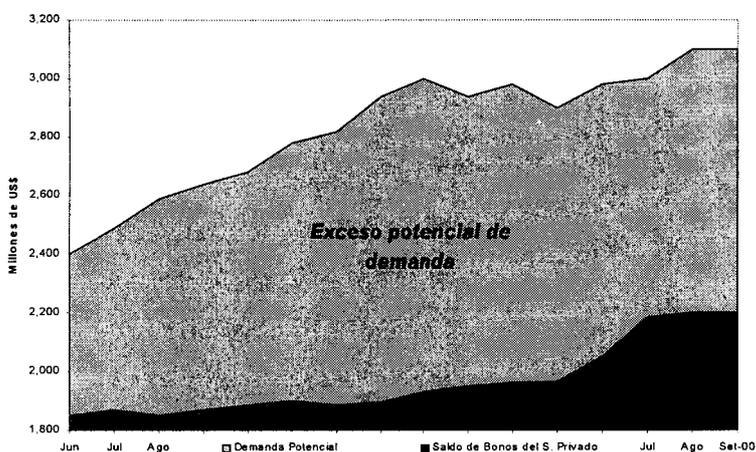
Notas:

* Con fecha 12 de enero del 2000, Duff & Phelps modificó la calificación de los bonos a pAAA para las series A y B.

** Las colocaciones de Ferreyros de fechas 10 de diciembre de 1999 (BTF 1998-01) y 11 de septiembre del 2001 (BTF 1998-02) corresponden al programa inscrito con fecha 2 de diciembre de 1999, por un monto de US\$ 45 millones

| Activos Titulizados | Garantías Específicas(GE) y Adicionales(GA) | |
|---|---|---|
| | Hasta por US\$ | Detalle de las Garantías |
| Cuentas por cobrar, Cuenta de Recaudación, Cuenta de Reserva, Cuenta de Prefinanciamiento y la Cuenta de Arrastre Negativo | 500 000 (GA) | (GE) Las Cuentas por cobrar se encuentran garantizadas con los bienes cuya venta dio origen al nacimiento de dichas cuentas o con fianzas bancarias por el importe adeudado. (GA) Cuenta bancaria a nombre del Patrimonio Fideicomitido |
| 180 inmuebles en 2 edificios en San Isidro, US\$200,000 en aporte de capital por Creditulos, equipos de aire acondicionado y grupos electrógenos | 10 150 000 (GE) | (GE) Los activos del Patrimonio Fideicomitido. (GA) Carta fianza emitida por el Banco de Crédito del Perú garantizando hasta el 40% de los cupones trimestrales pendientes de pago; aportes facultativos de Creditulos; acumulación de fondos excedentes dentro del Patrimonio Autónomo y compromiso de compra de activos del Patrimonio Fideicomitido por el Bco. de Crédito del Perú |
| Cuentas por cobrar, Cuenta de Recaudación y Cuenta de Reserva | 15 000 000 (GE) | (GE) Los activos del Patrimonio Fideicomitido |
| Flujos futuros provenientes de futuras obligaciones de pago con clientes elegidos por operaciones comerciales | 3 500 000 (GA) | (GE) Fianza emitida por Standard Chartered a favor de Interfutus. (GA) Fianza emitida por Standard Chartered a favor de Interfutus. |
| Cuentas por cobrar, Cuenta de Recaudación y Cuenta de Reserva | | (GE) Garantías reales y personales constituidas por los deudores cedidos respecto de las Cuentas por cobrar |
| Fijos futuros, que se originan por las ventas futuras que se realizan en determinados locales y que sean pagados con las tarjetas de Crédito y Débito VISANET | | (GE) Fideicomiso en Usufructo constituido sobre bienes inmuebles de propiedad de los mejoradores, así como de los futuros locales que sean de propiedad de cualquiera de las empresas del grupo económico. (GA) Si los flujos financieros resultaran inferiores al monto anual de US\$40 millones el Fideicomiso podrá asignar al Originador la sustitución y/o complementación de una tarjeta elegible por una o más tarjetas |
| Cuentas por cobrar, Cuenta de Recaudación y Cuenta de Reserva | 4 000 000 (GE) | (GE) Los activos del Patrimonio Fideicomitido |
| Los derechos de cobro sobre documentos de crédito generados por las ventas a los clientes elegidos; los flujos futuros generados por la cobranza de dichos derechos; saldos líquidos existentes en cuentas reguladoras elegidas y otros | | (GE) Carta fianza solidaria, irrevocable, limitada y de realización automática hasta por el importe correspondiente siguiente servicio de deuda total |

Figura 9
Oferta vs Demanda Potencial de Bonos de Principales Inversionistas
Institucionales



Fuente: Conasev

Elaboración: Ministerio de Economía y Finanzas. Resultado de la Consulta Ciudadana sobre el Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores, publicado en el diario oficial El Peruano el 25 de mayo del 2001

4. Nuevos conceptos de garantías y el potencial de la Titulización de Activos.

Cuando una persona presta dinero a alguien, normalmente, siempre ha solicitado garantías a fin de asegurarse que en el futuro se le devolverá el dinero prestado más los correspondientes intereses. Ahora bien, esta garantía podía consistir en la afectación jurídica de un bien determinado, con lo que estaría constituyendo una garantía real, o el compromiso de una persona en honrar la deuda, supuesto en el que se constituiría una garantía personal u obligacional. Sin entrar a la discusión sobre la pertinencia de la diferencia entre derechos reales y obligacionales, lo cierto es que, es común que las instituciones financieras que efectúen este préstamo soliciten una garantía real, pues además

23 De conformidad con lo establecido en el capítulo III, Exigencia de Provisiones, del Reglamento Aplicable a las empresas del Sistema Financiero para la evaluación y clasifica-

de asegurar el pago de la obligación reducen el porcentaje de provisiones que, por ley, están obligadas a efectuar²³. No debemos olvidar que las instituciones financieras son intermediarios y manejan fondos que son del público en general, por lo que la Superintendencia de Banca y Seguros debe velar por el correcto funcionamiento del Sistema Financiero.

En el caso de las ofertas primarias, las empresas que necesiten capital ya no recurrirán a los intermediarios financieros, sino que buscarán captar el dinero de los inversionistas. Ahora bien, cuando se colocan valores diferentes a las acciones, la lógica normalmente ha sido muy similar a la de los créditos del sistema financiero: se solicitaban garantías para asegurar el pago de las obligaciones, en este caso, las que asumían las empresas con los inversionistas. Si una empresa tituliza bienes o derechos que se encuentran en el activo de la empresa en general esta lógica se mantiene, es decir existirán garantías reales que respalden los valores emitidos con motivo de la titulización. Veamos algunos ejemplos:

- Si una empresa tituliza inmuebles transferirá a un patrimonio autónomo los mismos y los flujos de caja que generen estos activos (como fue el caso de Edificios San Isidro), los cuales servirán para pagar a los tenedores de los valores. En este supuesto no existirá una garantía real, sino que se habrá efectuado una transferencia fiduciaria del inmueble al patrimonio.
- Si una empresa tituliza cuentas por cobrar, transferirá las mismas al patrimonio autónomo y estas servirán para pagar a los tenedores de los valores y, si estas cuentas estaban respaldadas por unas garantías, éstas normalmente se transferirán. Verbigracia, si se transfieren cuentas por cobrar que han tenido como origen la venta de ciertas maquinarias y sobre las mismas se constituyeron prendas, éstas también serán transferidas al patrimonio autónomo. Esto fue justamente lo que realizó Ferreyros S.A.A., cuando titulizó activos y emitió bonos por 17 millones de dólares, estipulando que también se transfería al patrimonio Fideicometido «los privilegios, de-

ción del deudor y la exigencia de provisiones, Resolución SBS N° 572-97. Esta norma establece que, en las diferentes categorías de riesgo, las provisiones serán menores en función a que se cuente con garantías preferidas, o de muy rápida realización.

rechos accesorios, las garantías reales y personales y los derechos de reserva de dominio que respalden el flujo de pagos derivado de las Cuentas por Cobrar”²⁴.

En los dos casos antes explicados, si bien no necesariamente existe una garantía real, la lógica es la antes descrita, esto es, que los bienes servirían como respaldo para pagar los valores emitidos. Así, si en el primer caso los flujos generados por los inmuebles no alcanzan para pagar los valores, el fideicomitente venderá los mismos y efectuará el pago; en el segundo caso, el fideicomitente deberá ejecutar la prenda. Sin embargo, esta lógica tiene una serie de inconvenientes. Entre los cuales tenemos:

- La demora en la ejecución de las garantías.
- Una de las características esenciales de las garantías es que su ejecución debe ser expeditiva. Cuando esta ejecución debe efectuarse ante el Poder Judicial, se entiende que se comienza por la última etapa que tiene todo proceso de conocimiento o cognición, la etapa de ejecución. Este proceso en teoría no debería de demorar más de 45 días; sin embargo en la práctica, en el Perú, puede demorar ocho veces más. Por ello la garantía que se otorgó por la emisión de los títulos no resulta tan eficaz.
- La demora en hacer líquidos los activos.
- Ante el hecho de que cualquier ejecución de una garantía es un proceso lento, la figura del fideicomiso, tanto en la titulización de activos como en el caso del fideicomiso bancario, constituyen una solución interesante. En este caso ya no es necesario agilizar el proceso de ejecución, pues el domino fiduciario del bien lo detenta la empresa fiduciaria, quien llegado el momento simplemente venderá los bienes. Sin embargo, tratándose de cierto tipo de bienes esta venta puede demorar, lo que perjudica a quienes invirtieron en los valores.
- Desvalorización de los activos.
- En tiempos tan cambiantes como los que vivimos hoy en día, los activos rápidamente cambian de valor. Así, una máquina nueva que hoy se ha comprado por 10,000 puede perder un gran porcentaje de

24 Página 1 del Resumen Ejecutivo – Financiero presentado por Ferreyros ante CONASEV, a fin de efectuar el proceso de titulización de activos, de la colocación que se efectuó el 28 de diciembre del 2000 .

su valor por el hecho de que salga un modelo nuevo. Si bien es cierto que para ello se tasan los activos y se le considera un valor de realización automática, muchas veces los cambios en el mercado pueden hacer que este último valor se vea desfasado. Por otro lado, la mayoría de las veces no va a coincidir el precio de un bien que el poseedor desea vender voluntariamente con el que se obtiene si el mismo es vendido por un tercero en forma forzada, pues en el primer caso se realizarán, entre otras cosas, mejoras que incrementarán el valor.

Comparemos ahora los casos mencionados con los que se presentan cuando se titulizan activos que no tienen una representación en el balance de una empresa, esto es cuando se titulizan flujos futuros. Veamos: si la empresa tiene ingresos constantes por determinadas actividades o a través de determinados medios podría utilizar estos flujos para que sean titulizados, y de esta forma obtener financiamiento. Sin embargo, es importante resaltar que los mismos no se ven reflejados en el balance, es más el balance ni siquiera refleja los activos en base a los cuales se van a obtener los flujos futuros, pues a fin de hacer atractiva la titulación se tienen que titular ciertos montos mínimos, por lo que los flujos futuros corresponden a varios años. En el Perú, tal como se puede apreciar en la figura 8, en los 3 casos de titulación de flujos futuros que no tienen una representación en el balance, los períodos de estos flujos han fluctuado entre los 5 y 7 años, por lo que, tal como hemos mencionado, es difícil que una empresa tenga en sus almacenes los insumos o la mercadería de las ventas que va a realizar dentro de estos años.

Por lo expuesto, parecería que siempre sería más conveniente titular flujos futuros; sin embargo, esto no es tan fácil. Un requisito fundamental para la titulación de flujos futuros es que la empresa haya demostrado una real capacidad generadora de valor, que haga presumir que podrá seguir generando valor en el futuro. Así, si bien el fideicomitente deberá demostrar que en el pasado ha generado una cantidad de flujos semejante o mayor a lo de los flujos que pretende titular y efectuar un análisis de los flujos esperados a partir del patrimonio fideicometido²⁵, esto por sí sólo no asegura que la empresa podrá seguir generando estos flujos, el mensaje que tiene que dar el

25 Tal como lo exige el Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos - Resolución de CONASEV 001-97-EF/94-10

fideicomitente a los inversionistas es que va a poder seguir generando flujos futuros y que, en general, va a mantener una capacidad de generar valor invirtiendo en proyectos rentables los fondos que obtenga del mercado²⁶. Así, por ejemplo, si E. WONG S.A., QUIMPAC S.A. y ALICORP S.A. no hubieran transmitido a los inversionistas el mensaje de que van a poder seguir generando flujos en el futuro (por que tienen una buena política de atención al cliente, buen manejo de los canales de distribución, posición en el mercado, etc.) no podrían haber colocado los bonos emitidos. Si los inversionistas perciben algo diferente, por múltiples motivos (por ejemplo, el hecho de que hayan entrado nuevos competidores, que la empresa está en problemas financieros, etc.) simplemente no invertirán o exigirán un rendimiento mayor por su inversión. Vemos entonces, que los flujos pasados nos dan una visión del historial de la empresa, pero por si solos no nos dicen mucho sobre los flujos de caja que se generarán en el futuro.

Sin embargo, no sólo basta transmitir la capacidad de generar valor, pues son múltiples los casos de empresas que al parecer estaban generando valor y luego salieron del mercado. Para que la operación reciba una buena calificación de riesgo, es necesario que se asegure por todas las formas la continuidad de los flujos²⁷, para lo cual se pueden dar garantías específicas y/o adicionales que no son las tradicionales garantías reales de hipoteca y prenda, pero que pueden ser mucho más seguras, pues atañen al centro mismos del negocio del fideicomitente. Justamente esto es lo que dieron como garantía E. Wong y Supermercados Metro, quienes un ofrecieron fideicomiso en usufructuo sobre seis inmuebles, y Quimpac, que dio en garantía específica las concesiones mineras de sal. Estas garantías, por sí solas probablemente no hubieran servido de mucho respaldo, pero si las relacionamos con la

²⁶ Como dice Michael Porter: «La forma en que las empresas invierten sus fondos está influida por la idea que tienen acerca de cómo son valoradas por los accionistas y prestamistas. Y a la recíproca, la idea que tienen los capitalistas y sus agentes de cómo invierten las empresas sus fondos determina la valorización que aquellos hacen de éstas.», p. 445. Michael E. Porter. *Ser Competitivo – Nuevas aportaciones y conclusiones*, 1999, Ediciones Deusto S.A. Bilbao – España. Originalmente publicado como «*Capital disadvantage: América's failling capital investment system*» en Harvard Business Review, septiembre – octubre de 1992.

²⁷ Tal como lo expresara el Sr. Paulo Comitre Beery, Gerente General de La Fiduciaria, primera empresa Fiduciaria en el Perú, en entrevista realizada para el presente trabajo, con fecha 8 de febrero del 2002.

capacidad generadora de valor que han transmitido estas empresas y la forma en que se han estructurado las titulaciones podremos entender el éxito alcanzado en la colocación de los bonos de titulización de estas empresas.

Es importante resaltar que, en el mundo globalizado en el que vivimos hoy en día, el costo del financiamiento puede marcar la diferencia entre las empresas que tienen éxito y las que fracasan, por el hecho de que a veces es difícil obtener grandes diferencias en reducción de egresos a nivel del flujo económico, debido a que ciertos porcentajes de gastos y/o costos son relativamente uniformes. Así, dos empresas competidoras pueden tener iguales márgenes brutos a nivel de su Estado de Ganancias y Perdidas, pero si una se financia en el Perú a una tasa activa en dólares de 14% y otra se financia en Estados Unidos al 7%, no es difícil prever cuál será la empresa que sobrevivirá en el mercado dentro de un tiempo.

5. Conclusiones

i. Por medio de la titulización de activos las empresas pueden acceder al mercado de valores emitiendo valores que, al tener como respaldo un patrimonio autónomo, pueden tener una calificación de riesgo mejor que la que obtendría la empresa misma, lo que posibilita que se puedan colocar los valores emitidos. En el futuro, la emisión de valores a través de la titulización de activos podrá mejorar el historial y la calificación de la empresa, facilitando nuevas y diferentes emisiones.

ii. La titulización de activos es una fuente de financiamiento atractiva que pueden utilizar las empresas que quieren recurrir al mercado de valores en busca de financiamiento de mediano y largo plazo. Sin embargo, este proceso de titulización adquiere característica importantes cuando se titulan flujos futuros que no tienen una representación directa en el balance de la empresa; en este caso se están utilizando bienes que normalmente no han sido usados en el Perú para obtener financiamiento.

iii. En el caso de la titulización de flujos futuros el legislador ha recurrido a la figura de la *emptio rei speratae* la misma que ha sido pensado para los casos de compraventa de bienes futuros, en los que no se tiene certeza sobre la calidad y cantidad de los mismos. Esta figura no es la más adecuada para regular los casos de titulización de flujos futuros.

iv. Las empresas que han recurrido a la Titulización de Activos en el Perú, han colocado bonos a tasas que fluctúan entre la tasa activa y la pasiva, aprovechando el Spread o diferencial que existe entre las mismas en nuestro país, y la elevada demanda de valores por parte de los inversionistas.

v. En las titulaciones de activos de flujos futuros realizadas en el Perú, las garantías la constituyen los mismos flujos y la capacidad de generación de valor que pueda transmitir la empresa al mercado, existiendo además garantías adicionales y específicas, diferentes a las tradicionales hipotecas y prendas, las mismas que pueden ser más efectivas a fin de asegurar el pago de los valores emitidos contra el patrimonio fideicometido, pues atañen al mismo centro del negocio.

vi. A fin de efectuar un adecuado proceso de titulización de activos, se deberá estructurar el mismo de forma que se asegure la continuidad de los flujos y el pago oportuno a los inversionistas. De lograrlo, las empresas obtendrán una tasa de financiamiento competitiva, en un contexto en el que es cada vez más difícil obtener grandes diferencias en los márgenes brutos de los negocios.

vii. En el Perú, salvo en un caso, en los procesos de titulización de activos se han establecido mecanismos de disolución y liquidación de patrimonio fideicometido en los que no se tiene que recurrir al Poder Judicial.

viii. Aun cuando, en el mercado peruano, la demanda potencial de bonos por parte de los inversionistas es mayor a la oferta de los mismos, la titulización de activos no es una alternativa de financiamiento para un gran número de empresas, debido a los altos costos fijos del proceso. Sin embargo, si una empresa cumple con los requisitos necesarios, la titulización de activos puede constituir una opción importante a evaluar.

ix. Desde 1993, el monto de las ofertas públicas en el mercado peruano se ha incrementado sostenidamente y, desde 1998, el porcentaje de éstas que se han canalizado a través de la modalidad de bonos de titulización activos ha ido creciendo en forma importante. No obstante ello, estas ofertas son reducidas en comparación a otros países de la región. Por las características del mercado y los beneficios que representa la figura de la titulización de activos, es posible esperar que en los próximos años los bonos de titulización representen un porcentaje mayor de las ofertas públicas.