

UNIVERSIDAD NACIONAL DE INGENIERIA

FACULTAD DE INGENIERIA ECONOMICA Y CIENCIAS SOCIALES



"TITULIZACION DE ACTIVOS"

INFORME DE SUFICIENCIA

PARA OPTAR EL TITULO PROFESIONAL DE :

INGENIERO ECONOMISTA

POR LA MODALIDAD DE ACTUALIZACION DE
CONOCIMIENTOS

ELABORADO POR :

VÍCTOR MANUEL REYNA CISNEROS

LIMA - PERU

2001

**A la Universidad Nacional
de Ingeniería, mi Alma Mater**

I. CURRICULUM VITAE

II. INFORME DE SUFICIENCIA

INDICE

INTRODUCCION	4
CAPITULO I : MARCO TEORICO	
1. Establecimiento del ahorro y la inversión	6
2. Los activos financieros	7
3. Los mercados financieros	8
4. Los intermediarios financieros	12
5. Mercado de valores	15
6. Liquidez y mercados de valores	18
7. Tendencias y características actuales de los mercados financieros	19
CAPITULO II : PROCESO DE TITULIZACION DE ACTIVOS	
1. Definición	21
2. Activos a titular	22
3. Participantes	25
4. Estructuras básicas	29

5. Procesos de titulización según la legislación peruana	30
6. Mecanismos de apoyo crediticio	34
7. Ventajas	35
8. Efectos en los estados financieros	37
CAPITULO III : EXPERIENCIAS EXTRANJERAS	
1. Estados Unidos	42
2. Inglaterra	42
3. Francia	43
4. México	44
5. Colombia	44
CAPITULO IV : LA TITULIZACION DE ACTIVOS EN EL MERCADO PERUANO	
1. Situación actual	47
2. Procesos de Titulización en el Perú	49
3. Caso Wong & Metro	54
CONCLUSIONES	64
BIBLIOGRAFIA	67

INTRODUCCION

Con el transcurso del tiempo, la economía y el sistema económico se han ido desarrollando y evolucionan hacia nuevos tipos de negocios y transacciones. Este desarrollo se acentúa aun más en el mercado financiero, donde continuamente surgen nuevas variantes e innovaciones, ya sea en el aspecto del otorgamiento de financiamiento, como en el de nuevas propuestas para los inversores.

Como consecuencias directas de estos cambios, surgen nuevos tipos de contratos, como por ejemplo el Leasing, Fideicomiso, Factoring y, ahora último, la Titulización de Activos.

El vocablo securitización -palabra inglesa de titulización- deriva de security, cuyo significado en castellano es título-valor. El concepto de securitización se podría definir como un mecanismo financiero que permite movilizar carteras de créditos relativamente ilíquidos, por medio de un vehículo legal, a través de la creación, emisión y colocación en el Mercado de Capitales de títulos valores, respaldados por el propio conjunto de activos que le dieron origen; básicamente es la afectación de un crédito a un título.

Este nuevo proceso tiene muchas ventajas, pero la mejor es que al separar parte de los activos de la empresa y constituir con ellos un patrimonio totalmente autónomo, el riesgo de

esos activos se desliga completamente del riesgo general de la empresa, pudiendo conseguir mejores precios en el mercado que si se hubiera hecho una estructura de financiamiento mediante pasivos directos (préstamos, bonos, etc.).

En nuestro país este es un proceso relativamente nuevo, manifestando un crecimiento lento, desarrollándose mayormente en los dos últimos años. Actualmente, son siete las sociedades tituladoras que cuentan con autorización de funcionamiento otorgado por el ente supervisor del gobierno que es la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV.

CAPITULO I.- MARCO TEORICO

1. ESTABLECIMIENTO DEL AHORRO Y LA INVERSION

En una economía completamente cerrada, que está aislada del resto del mundo, el ahorro agregado sería, por necesidad, igual a la inversión agregada.

En términos macroeconómicos, el producto de la economía se divide entre consumo corriente e inversión: ¹

$$Q = C + I$$

De la misma manera, el ingreso percibido por las familias y empresas, se divide en consumo de los mismos y el ahorro que puedan generar: ²

$$Q = C + S$$

Así, vemos que $I = S$, es decir, la inversión siempre debe ser igual al ahorro. Tanto el ahorro como la inversión representan aquella parte del producto nacional que no se destina para el consumo.

¹ Sachs, Jeffrey y Larrain, Felipe, Macroeconomía en la Economía Global, 1994, pág 146.

² En una economía en equilibrio, el producto y el ingreso de las familias son iguales.

Sin embargo, el ahorro e inversión en una economía no corresponden necesariamente a las mismas familias o empresas. Algunas unidades económicas pueden desear ahorrar careciendo de proyectos de inversión por realizar, mientras que otras unidades pueden tener proyectos de inversión pero carecen de ahorros para realizarlos.

" Los mercados financieros resuelven el problema de canalizar los ahorros hacia quienes buscan invertir. Por su intermedio, los ahorrantes acumulan activos financieros mientras que los inversionistas acumulan pasivos financieros."³

2. LOS ACTIVOS FINANCIEROS

Los activos financieros pueden ser definidos como activos intangibles que dan derecho a uno o más pagos futuros.

Los activos financieros existen en una economía por cuanto los ahorros de las diversas unidades económicas (ingresos corrientes menos gastos ordinarios) durante un período de tiempo, son diferentes a sus inversiones en activos reales.

A este respecto una unidad económica puede ser una unidad familiar, una organización no lucrativa, una corporación (financiera o no) o un gobierno (estatal, regional o local).

³ Loc. Cit.

Existen diversas razones de por qué las unidades económicas invierten más de lo que ahorran o ahorran más de lo que invierten en determinado tiempo. Esto incluye el ingreso actual de la unidad económica, ingresos futuros esperados, costos de bienes y servicios, preferencias personales, edad, salud, educación composición de la familia y tasas de interés actual, como otras razones.

Los activos financieros son emitidos por las unidades económicas deficitarias ("Emisores"), con la finalidad de captar recursos, de las unidades económicas superavitarias ("Ahorristas"), para poder financiar sus inversiones actuales.

3. LOS MERCADOS FINANCIEROS

Para fines de identificación, las unidades económicas cuyos ahorros exceden sus inversiones en activos reales son denominadas unidades superavitarias en ahorros. Las unidades económicas cuyas inversiones en activos reales exceden sus ahorros son denominadas unidades deficitarias en ahorros. Por lo que los fondos son proporcionados por unidades superavitarias en ahorros sobre unidades deficitarias en ahorros. Este intercambio de fondos se hace real a través de los mercados financieros.

En ese sentido, el mercado financiero está constituido por el conjunto de instituciones que, mediante distintos mecanismos, actúan en la intermediación de fondos, a través de la transferencia de activos financieros.⁴

⁴ Paolantonio, Martín, Fondos Comunes de Inversión, 1994, pág 1.

En las economías modernas, son las unidades domésticas (familias), las que suelen ser en términos agregados las unidades económicas superavitarias y son las empresas privadas y el sector público las unidades deficitarias responsables en mayor grado por la formación de capital, las que invierten en activos reales un monto que está por encima de sus ahorros totales.

El propósito de los mercados financieros en una economía consiste en asignar eficientemente los ahorros a los usuarios finales, o para inversiones en activos reales o para consumo. Los mercados financieros, en sentido general, incluyen a todas las instituciones y procedimientos para reunir a los compradores y vendedores de los activos financieros, cualquiera sea la naturaleza del activo financiero.

Estas partes deben reunirse de forma directa e indirecta, al menor costo posible y con el menor número de inconvenientes.

Supongamos una economía sin ningún otro activo financiero salvo el del dinero, en tal economía cada unidad económica puede invertir en activos reales sólo en función de lo que ha ahorrado. Sin activos financieros adicionales, entonces, una unidad económica estaría considerablemente limitada en su comportamiento de inversiones. Si quisiera invertir en activos reales, tendría que ahorrar para hacerlo. Si el monto requerido para las inversiones fuera considerable respecto de sus ahorros actuales, la unidad económica simplemente tendría que posponer la inversiones hasta acumular los ahorros suficientes. Además estos ahorros tendrían que ser acumulados como saldos monetarios, ya que no existiría otra alternativa. Debido a la falta de financiación, muchas oportunidades valiosas de inversión

tendrán que ser pospuestas o abandonadas por las unidades económicas que carecen de ahorros suficientes.

En un sistema de esta naturaleza los ahorros en la economía no serían canalizados hacia las oportunidades de inversión más promisorias y en consecuencia el capital estaría asignado en condiciones lejanas a las óptimas. Estas unidades económicas, las cuales carecen de oportunidades de inversión promisorias no tendrían alternativa excepto de acumular dinero. Asimismo las economías con oportunidades promisorias no estarían en condiciones de acumular los ahorros suficientes con la rapidez necesaria para emprender proyectos. En consecuencia las inversiones de menor monto podrían ser realizadas por algunas unidades económicas, mientras que otras oportunidades de inversión altamente promisorias serían abandonadas o pospuestas por otras.

Bajo un sistema como éste, el capital está mal asignado y la inversión total es inferior a lo que podría ser contando con los activos financieros. En este caso, el crecimiento de la economía es limitado, sino estático, y el nivel de la satisfacción de las necesidades está lejos del óptimo, produciendo un efecto adverso sobre la renta nacional y el estándar de vida real para los individuos. Una fuente importante llamada capital, que sin activos financieros también podría estar asignada en forma eficiente, podría asignarse de mejor manera con la presencia de los mismos. En ausencia de un mejor sistema, los activos financieros deben ser creados.

Los mercados financieros eficientes son absolutamente esenciales para asegurar una formación adecuada de capital y un crecimiento económico de una economía moderna.

Según el Banco Central de Reserva, los mercados financieros se pueden dividir en mercado de dinero y mercado de capitales.

El mercado de dinero (money market) ofrece y demanda activos financieros de corto plazo, que por su propia naturaleza no están destinados a la financiación de proyectos, sino sólo a cubrir necesidades de tipo coyuntural o temporal. Se trata de instrumentos de elevada liquidez y bajo riesgo. Las instituciones típicas de este mercado de corto plazo son las instituciones del Sistema Financiero.⁵

El mercado de capitales (capital market) ofrece y demanda activos financieros de mediano y largo plazo, como las obligaciones negociables y las acciones. Las instituciones clásicas del mercado de capitales son las bolsas y mercados de valores, de los cuales hablaremos más adelante, que proveen liquidez a los activos financieros negociados, compatibilizando las preferencias temporales de emisores e inversores.⁶

En ese sentido, también tenemos que definir el Sistema de Intermediación Financiera. Según el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), éste no es otra cosa que el conjunto de instituciones que canalizan recursos de los sectores superavitarios de la economía hacia los sectores deficitarios de la misma. Esta canalización puede ser directa o indirecta.⁷

El Sistema de Intermediación Financiera Directa es la parte del sistema de intermediación financiera que canaliza recursos en forma directa a través de la utilización de los activos

⁵ Paolantonio, Martín, Fondos Comunes de Inversión, 1994, pág 3.

⁶ Loc. cit.

⁷ Banco Central de Reserva del Perú, Terminología Monetaria, 1984, pág. 102.

financieros que permiten poner en contacto inmediato a los sectores superavitarios con los deficitarios. Este se realiza a través del mercado de valores.⁸

El Sistema de Intermediación Financiera Indirecta es la parte del sistema de intermediación financiera que moviliza recursos a través de las instituciones bancarias y no bancarias que fungen de intermediarios entre los otorgantes de recursos y aquellos que han de utilizarlos. Se le denomina también Sistema Financiero Nacional.⁹

Entendamos por instituciones bancarias y no bancarias las definidas también por el BCRP. Las Instituciones Financieras Bancarias agrupan al Banco Central de Reserva, el Banco de la Nación y la Banca Comercial. Las Instituciones Financieras No Bancarias agrupan a las Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda, el Sistema de Cooperativas de Ahorro y Crédito, Empresas Financieras Privadas, Compañías de Seguros y la Corporación Financiera de Desarrollo.¹⁰

4. LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Los intermediarios financieros son las instituciones que permiten canalizar los recursos de las unidades superavitarias a las unidades deficitarias. Como hemos mencionado, el proceso de intermediación puede ser directo o indirecto según se produzca a través del mercado de capitales o por medio de una institución del Sistema Financiero Nacional.¹¹

⁸ Banco Central de Reserva del Perú, Terminología Monetaria, 1984, pág 103.

⁹ Loc. cit.

¹⁰ Banco Central de Reserva del Perú, Terminología Monetaria, 1984, pág 60.

¹¹ López, Rafael y Sousa, Lorenzo, Banca de Inversión el Perú, 1996, pág. 18.

La intermediación directa se da cuando la unidad superavitaria asume directamente el riesgo que implica otorgar los recursos al agente deficitario. En este caso, los intermediarios son los bancos de inversión y las sociedades agentes de bolsa (SAB's).

La intermediación indirecta (usualmente llamada como intermediación solamente) se da a través de instituciones del Sistema Financiero Nacional, las que efectúan la transferencia de excedentes acumulados, es decir de ahorros de personas o empresas, hacia las unidades deficitarias.

Estos intermediarios compran activos financieros primarios y a su vez emiten sus propios activos financieros. Así se colocan entre los consumidores finales y los prestamistas. En esencia, transforman los derechos directos – activos financieros primarios – en derechos indirectos llamados activos financieros indirectos, los cuales difieren en forma de los derechos directos. Por ejemplo, el activo financiero primario que compra una asociación de ahorro y préstamo es una hipoteca, el derecho indirecto que emite es una cuenta de ahorros o certificado de depósitos. Por otro lado, una compañía de seguros de vida, compra hipotecas y bonos y emite pólizas de seguros de vida.

Los valores indirecto-emitidos hacia los prestamistas finales son más atractivos de los que lo son los valores directos o primarios. En particular, estos derechos indirectos están mejor adaptados para el pequeño ahorrista.

Los intermediarios financieros adaptan la denominación y el tipo de los valores indirectos que emiten para satisfacer los deseos de los ahorristas.

En general, los intermediarios financieros, transforman los fondos en una forma tal que los hace mas atractivos. El prestatario puede vender sus valores primarios a los intermediarios financieros en términos más favorables de lo que sería si los valores fueran vendidos directamente a los prestamistas finales.

Los intermediarios financieros proporcionan una variedad de servicios y economías que convierten la transformación de derechos más atractiva.

- a) **Economías de escala.**- Las economías de escala no disponibles para el prestatario o para el ahorrista individual son posibles, gracias a los volúmenes de fondos manejados por los intermediarios financieros en el negocio de la compra de valores primarios y la venta de derechos indirectos.

- b) **Divisibilidad y Flexibilidad.**- Un intermediario financiero puede reunir el capital de muchos ahorristas individuales para comprar valores primarios de varios tamaños. En particular, puede utilizar pequeños montos de ahorros para las inversiones finales en activos reales. La oferta de valores indirectos de varios tamaños contribuye significativamente a la atracción de los intermediarios financieros hacia el ahorrista. El prestatario logra flexibilidad tratando con un intermediario financiero que dispone de un gran número de prestamistas. Él puede obtener condiciones que se adapten a sus necesidades con mayor rapidez.

- c) **Diversificación y Riesgo.**- Un intermediario financiero puede disminuir el riesgo, a través de la compra de un número de valores primarios diferentes. Los beneficios del riesgo reducido son para los tenedores de valores indirectos, lo que trae como

resultado, que el valor indirecto proporcione mayor liquidez para el ahorrista de lo que tendría una obligación para un valor primario único.

- d) **Vencimiento.**- Un intermediario financiero puede variar la fecha de vencimiento de un valor primario de cierto vencimiento transformándolo en un valor indirecto con diferente vencimiento. Como resultado, los vencimientos en los valores primarios e indirectos pueden ser más atractivos para el prestatario y prestamista finales de lo que hubiera sido con un préstamo directo.

- e) **Experiencia y Conveniencia.**- El intermediario financiero es experto en la compra de valores primarios y para tal efecto elimina la inconveniencia para el ahorrista de realizar las compras directamente ya sea por no tener disponibilidad de tiempo o por confianza en el intermediario.

5. MERCADOS DE VALORES

Tal como señalamos en el punto 3 del presente capítulo, los representantes de los mercados de capitales son los mercados de valores.

Los Mercados de Valores son el conjunto de los mercados financieros donde se negocian los títulos valores (acciones, obligaciones y otros títulos de renta fija y variable); se excluyen los activos monetarios que forman el mercado de dinero.

En ese sentido debemos definir Título Valor como un documento, que puede ser digital o informático, emitido en base a las normas legales vigentes, que otorga DERECHOS a su tenedor o titular. Éstos son emitidos en forma individualizada y es la entidad emisora quien fija arbitrariamente sus características.

Los fondos fluyen desde los ahorradores a los emisores de títulos, esto es de las unidades excedentarias de fondos a aquellas empresas o instituciones que son deficitarias y que emiten títulos con un rendimiento, para captar esos fondos que le son necesarios.

De esta manera, los mercados de valores se convierten en una alternativa de las unidades económicas superavitarias (potenciales inversionistas), de transferir sus excedentes hacia unidades económicas deficitarias (emisores de títulos valores), con mayores tasas de rentabilidad, por el hecho de haber eliminado la intermediación financiera indirecta.

Igualmente, los mercados de valores proveen a las unidades económicas deficitarias de financiamiento más barato, al haberse eliminado los costos de la intermediación financiera indirecta.

Para un mejor estudio, los mercados de valores se suelen clasificar a partir de un elemento que sirva de distinción, lo que da lugar a muchas segmentaciones.

Los criterios diferenciadores más importantes son:¹²

¹² Castellares, Rolando, Díaz, Enrique, Rocca, Lilian, Vargas, Julio, El ABC del Mercado de Capitales, 1998, pág. 34.

Por el tipo de colocaciones: el mercado de valores se divide en mercado primario y mercado secundario.

Los mercados primarios son aquellos en los cuales se negocian las nuevas emisiones canalizando directamente los ahorros a la inversión productiva.

Los mercados secundarios son aquellos en los que se negocian valores (títulos valor) ya colocados anteriormente y que cumplen con la importante función de dotar de liquidez a las unidades superavitarias que adquirieron valores (inversionistas), permitiendo consecuentemente la desinversión. Dado que como regla el adquiriente de valores no puede recurrir al emisor exigiendo el rescate o reembolso anticipado de su inversión, queda resaltada la necesidad de la existencia de mercados secundarios que de manera eficiente cumplan su función de otorgar liquidez a las inversiones.¹³

Por el mecanismo de negociación utilizado: el mercado de valores se divide en mercado bursátil y mercado extrabursátil.

Los mercados bursátiles son aquellos segmentos del mercado que se ubican en la negociación en Bolsa; no como recinto, sino como mecanismo, denominado Rueda de Bolsa.

Los mercados extrabursátiles son aquellos en los que se colocan y negocian los valores fuera de la Rueda de Bolsa. Pueden ser centralizados o no, pues el hecho de que se lleve a

¹³ Hernández, Hugo, Bolsa de Valores, 1989, pág 4.

cabo fuera de la Rueda de Bolsa, no significa que no pueda realizarse en la misma Bolsa, a través de otros mecanismos de negociación.

6. LIQUIDEZ Y MERCADOS DE VALORES

Todos los activos financieros tienen como denominador común aquello que expresan en términos de dinero, el medio de cambio aceptado. Así, los flujos financieros se producen en términos de dinero. La liquidez de los valores, es la medida contra la cual varios tipos de valores son comparados en cuanto a su grado de sustitución.

En cuanto a este aspecto, la liquidez se puede definir como la capacidad con que un valor puede convertirse en dinero; como tal, tiene dos características:

- a) el periodo de tiempo y los costos de transacción requeridos para convertir el valor en dinero, y
- b) la certeza del precio de dicha conversión.

Los mercados de valores tienden a ser eficientes con relación a otros mercados debido a que el bien en cuestión es un derecho representado por un documento, transportable a bajo costo y no sujeto a deterioro físico. Es más, puede ser definido y clasificado fácilmente. Para la mayoría de los mercados de valores, la información está disponible, y los límites geográficos no constituyen un problema. Por su naturaleza real, entonces, los mercados de

valores son generalmente eficientes al ser comparados con el espectro total de los mercados.

7. TENDENCIAS Y CARACTERISTICAS ACTUALES DE LOS MERCADOS FINANCIEROS

Los mercados financieros en general, y los mercados de valores en particular, se hallan desde hace tiempo en una intensa fase de desarrollo y cambio que ha conducido a una verdadera globalización, integración o internacionalización de los mercados y a la evolución de la desintermediación financiera indirecta.

Como parte de este proceso, se están creando nuevos instrumentos financieros llamados instrumentos derivados, tales como las opciones y los futuros. Así como la aparición de una nueva tendencia, que es la titulización de activos.

Apuntemos por ahora que la securitización, como también se le llama a la titulización, es, si observamos al fenómeno desde una perspectiva global, una más de las técnicas novedosas en el mercado financiero. El desarrollo de los mercados de opciones y futuros y la creación de instrumentos de todo tipo para cubrir los riesgos de cambio, de fluctuación de tipos de interés y de volatilidad de las cotizaciones han provocado una creciente sofisticación de los mercados.¹⁴

¹⁴ Fernández Armesto y De Carlos Beltrán, citado por Paolantonio, Martín, Fondos Comunes de Inversión, 1994, pág. 3.

En el mercado financiero peruano, la titulización como alternativa de financiamiento se inicia en el año 1997 con la promulgación de la Resolución Conasev N° 001-97-EF/94.10 "Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos" el 9 de enero del mismo año, por lo que es una alternativa relativamente nueva, pero que se ha venido desarrollando en los dos últimos años.

Entremos, ahora, a ver con mayor detalle el proceso de la titulización de activos como fuente de financiamiento.

CAPITULO II.- PROCESO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

1. DEFINICION

Titulización es la operación financiera que hace posible transferir activos mediante la constitución de un patrimonio separado o autónomo -llamado también patrimonio de propósito exclusivo-, el mismo que sirve de base para emitir valores que representen derechos de participación, crediticios o mixtos vinculados a dicho patrimonio.¹⁵

En los procesos de titulización, una empresa busca "aislar" una parte de sus activos con el objeto de emitir valores respaldados sólo por dichos activos. Es decir, el riesgo de los valores emitidos se encuentra ligado únicamente a tales activos y no al resultado general de la empresa.

La motivación principal para efectuar una titularización es la de disponer de recursos líquidos, en lugar de esperar el vencimiento de futuras cobranzas.

¹⁵ Castellares, Rolando; Díaz, Enrique; Rocca, Lilian; Vargas, Julio; El ABC del Mercado de Capitales, 1998, pág 117.

"La titulización es un proceso de conversión de un activo financiero poco líquido en otro u otros más líquidos, que pueden negociarse entre los inversionistas sin necesidad de que la empresa propietaria del activo en mención sea la emisora de tales títulos"¹⁶

Desde el punto de vista jurídico, existe una concepción muy antigua de que un patrimonio siempre debe tener un sujeto titular y que no es posible concebir bienes sin dueño o sin titular de los derechos a los que dan lugar. Con la titulización, se rompe este principio jurídico de la necesaria pertenencia (en propiedad) de un bien a alguna persona, sea ésta real (personal natural) o ficticia (persona jurídica), concibiendo la posibilidad de que exista un patrimonio sin un dueño definido; esto es, un "patrimonio autónomo", cuya administración y ejercicio de todos los derechos a los que origine, es asumido, como si fuese el dueño - pero sin serlo- por una tercera persona de común confianza de todas las partes involucradas en este proceso, a quien se le denomina Fiduciario.

2. ACTIVOS A TITULIZAR

a) Requisitos

Existen dos requisitos básicos para poder estructurar una emisión de titulización:¹⁷

- Que la cartera a titularizar genere un flujo de caja que sea estadísticamente predecible.

¹⁶ Freixas, X. y Otros, citado por Tapia Hermida, Alberto Javier, Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización, 1998, pág 279.

¹⁷ Aristizábal, Gustavo, Introducción a la Titularización de Activos, 1992, pág 12.

- Que la cartera a titularizar genere un rendimiento superior al que se le pagará a los inversionistas.

b) Características

Las características ideales de un activo para una rápida titulización son:

- Cuentas por cobrar de fácil identificación por el mercado.
- Cronogramas de pago a los inversionistas claramente definidos.
- Flujos de caja altamente predecibles.
- Bajas tasas de morosidad de las carteras de crédito. Tomando en consideración lo dispuesto por la Superintendencia de Banca y Seguros, se considera normal una tasa de morosidad de hasta 5%.
- Diversificación de los deudores.
- Liquidez del título emitido en el mercado secundario, facilitando la "desinversión".

c) Activos más comunes

CONASEV señala en el artículo 9º del Reglamento de los procesos de titulización de activos, que puede utilizarse prácticamente cualquier activo, por lo que es posible estructurar a partir de un fideicomiso de titulización, procesos tales como los siguientes:¹⁸

¹⁸ Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 001-97-EF/94.10

- Transferencia de carteras de créditos y de otros activos generadores de un flujo de efectivo. En nuestro caso tenemos los distintos procesos de titulización de Ferreyros S.A. cuyos activos titulizados fueron cuentas por cobrar derivadas de las ventas de maquinaria y equipo.
- Aquellos en que se transfiere uno o más bienes inmuebles para que integren el patrimonio autónomo y cuya explotación comercial o liquidación respaldará el pago de los valores a emitir. Tal es el caso del patrimonio autónomo Edificios San Isidro titulado por Creditítulos Sociedad Tituladora S.A.
- Los estructurados para el desarrollo de proyectos específicos, en los que el patrimonio autónomo se encuentra integrado por los diseños, estudios técnicos y demás medios y activos para el desarrollo de un proyecto con cuyos frutos y productos se respaldará el pago de los valores que se proyecta emitir.
- Aquellos destinados a financiar obras de infraestructura y servicios públicos, en que los valores a emitir se encuentran respaldados por el flujo de efectivo que éstos generen en el futuro, el mismo que es cuantificado con base a información estadística de años anteriores.
- Aquellos en los que se transfieren otros activos a fin de servir de respaldo a los valores a emitir. Podríamos considerar aquí la titulización de los flujos de ingresos por ventas que se generen en el futuro, tal como lo ha realizado en este año el grupo Wong.

3. PARTICIPANTES

La titulización implica la participación de diversos agentes, cuyo número y función depende de la estructura de titulización empleada. En un esquema general, los agentes que intervienen son los siguientes:

a) Emisor

Es la persona de derecho público o privado que emite los títulos valores para ser colocados en los mercados de capitales. Según nuestra legislación, pueden ser emisores una sociedad titulizadora o una sociedad de propósito especial.

b) Fiduciario

Denominado Sociedad Titulizadora. Es la entidad a la que se transfieren los activos a ser titulizados (cuando se tratan de fideicomisos de titulización que se explican más adelante), de los cuales se obtendrán los recursos con los que se pagará a los compradores de los títulos emitidos en nombre del patrimonio constituido por dichos activos.

c) Inversionistas

También denominados Fideicomisarios en los procesos de titulización a través de sociedades tituladoras. Son aquellos que adquieren los valores emitidos con cargo al patrimonio de propósito exclusivo.

d) Mejorador

Es la persona que otorga garantías adicionales a las que ofrece el patrimonio titulizado para el pago de los derechos que confieren los valores emitidos en virtud del proceso de titulización.

e) Originador

También denominados Fideicomitentes en los procesos de titulización a través de sociedades tituladoras. Es la persona propietaria de los activos a titular que inicia todo este proceso, que ha tomado la decisión de obtener liquidez mediante la transferencia de los mismos, en interés de la cual se conforma el patrimonio de propósito exclusivo y que se obliga a transferir los activos que lo integrarán.

f) Servidor

Llamado también Administrador. Es la persona que ejecuta el cobro de los derechos relativos a los activos integrantes del patrimonio de propósito exclusivo y de derivarlos a los inversionistas propietarios de los títulos emitidos con respaldo de los mismos. Responde por la custodia, mantenimiento, reposición y otros actos relacionados con la administración de los bienes. El originador puede ser a su vez el servidor del proceso.

g) Sociedad de Propósito Especial

Es la sociedad anónima cuyo patrimonio está constituido por activos crediticios transferidos por la empresa originadora, y cuyo objeto social limita su actividad a la adquisición de tales activos y a la emisión de valores mobiliarios respaldados con su propio patrimonio.

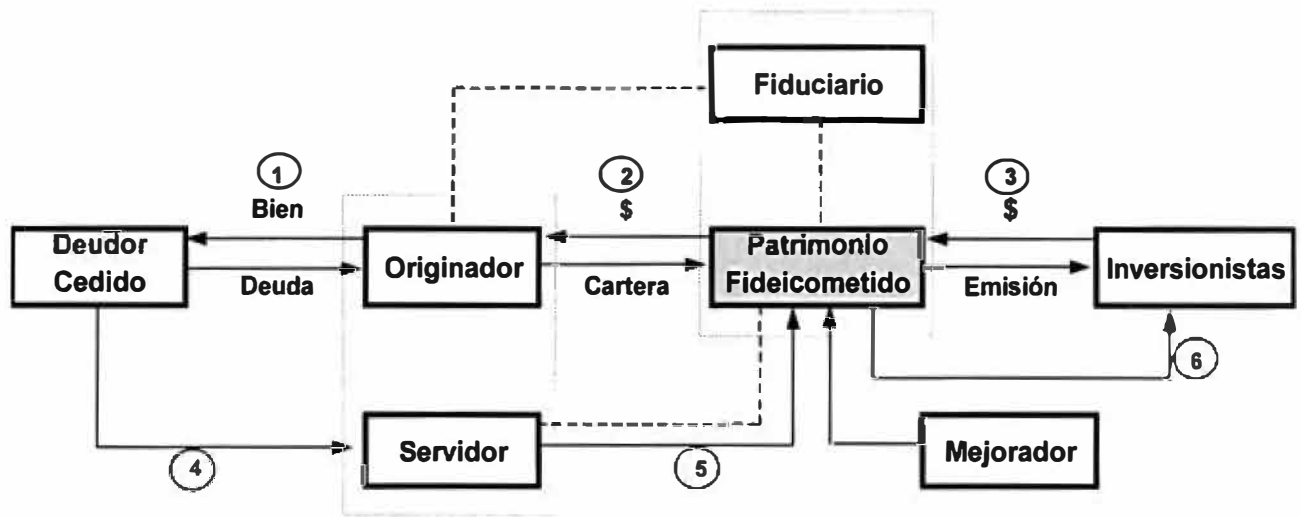
Este agente participa en el proceso alternativo al procesos de titulización a través de sociedades tituladoras. En este caso, como detallaremos más adelante, adquiere (compra) los activos a ser titulizados y los incorpora como parte de su patrimonio.

En ese sentido, esta "compra" estaría afecta al Impuesto General a las Ventas (IGV), el cual no afecta a las transferencias fiduciarias en los procesos de titulización a través de sociedades tituladoras. Por este motivo, hasta el momento, no se ha constituido en nuestro país ninguna sociedad de propósito especial.

h) Otros

Además de éstos, existen otros agentes como las sociedades clasificadoras de riesgo, el agente estructurador, el intermediario colocador, etc.

DIAGRAMA DEL PROCESO DE TITULIZACION



(*)

En este esquema podemos visualizar la participación de los agentes señalados. La empresa originadora mantiene determinados activos ilíquidos, en este caso una cartera de cuentas por cobrar producto del giro del negocio (1). El Originador separa esta cartera del total de sus activos y las traslada al Emisor, que en este caso es Fiduciario quién conforma un patrimonio de propósito exclusivo (patrimonio fideicometido) (2). El Emisor con ayuda de los mejoradores prepara la emisión de títulos que es lanzada al mercado de valores y tomada por los Inversionistas (3). Una vez colocada la emisión, el Servidor -que puede ser el mismo Originador- se encarga de la cobranza de créditos que son parte del patrimonio fideicometido (4), y los traslada inmediatamente al Fiduciario (5) quién se encarga de pagar los derechos de los Inversionistas(6).

(*) Gráfico obtenido de exposición sobre Titulización de Activos realizada por CONASEV.

4. ESTRUCTURAS BASICAS

Si bien las variantes que puede asumir un proceso de titulización son numerosas y aumentan día a día, resulta posible mencionar dos estructuras básicas: la estructura de flujo de caja y la estructura del valor de mercado.¹⁹

a) Estructura de Flujo de Caja

Los activos a titularizar son considerados en esta categoría porque éstos se obtienen del balance de la entidad originadora y, además, porque todos aquellos flujos derivados de la cartera titularizada se orientan a la cancelación del principal y de los intereses de los títulos emitidos. Así, los intereses del cobro de la cartera titularizada se destinan al pago de intereses de los inversionistas y de las comisiones a las entidades administradoras y emisoras, en tanto que la amortización de la cartera titularizada se emplea para la amortización de los títulos. Este esquema se realiza a través de dos modalidades distintas:

- **Modalidad de traspaso o traslado (Pass-throughs securities):** Representan una participación de dominio directa sobre un portafolio de activos con características homogéneas, el que se coloca al cuidado de un fiduciario. El acreedor original (originador) atiende los cobros de los créditos por una comisión, y transfiere el flujo de fondos a los inversores de manera casi inmediata. En el Perú, esta es la única modalidad utilizada por todos los procesos de titulización estructurados hasta el momento.

¹⁹ López, Rafael y Sousa, Lorenzo. Banca de Inversión en el Perú, 1996, pág 171.

- **Modalidad de pago (Pay-throughs securities):** Supone, a diferencia de la anterior, que la entidad originadora vende la cartera titulizada a la entidad emisora, la cual emite los nuevos títulos contra su propio patrimonio. Bajo esta modalidad, en algunos países, se requiere que la entidad emisora sea una compañía especializada conocida como "sociedad de propósito especial". Este tipo de sociedades está regulada de manera que disminuya el riesgo de una bancarrota al prohibírseles tener acreedores distintos a los inversionistas.

b) Estructura del Valor de Mercado

La diferencia primordial con la primera estructura o categoría es que constituyen deuda y permanecen contabilizados como pasivos en los libros de la emisora, los que también registran a los activos afectados aún como activos de la empresa originadora.

Bajo esta modalidad, los activos no se transfieren ni se transforman, sino que son utilizados para respaldar la emisión de pasivos, sin embargo, el flujo de fondos provenientes de los activos titulizados no está consagrado al pago a los inversionistas.

5. PROCESOS DE TITULIZACION SEGUN LA LEGISLACION PERUANA

En el Perú, los procesos de titulación se refieren a la primera categoría de las estructuras vistas en el numeral anterior.

En ese sentido, la Ley del Mercado de Valores²⁰ señala las posibilidades de conformación de patrimonios de propósitos exclusivos:

- a) Patrimonios fideicometidos, mediante fideicomisos de titulación (pass-through).
- b) Patrimonios de Sociedades de Propósito Especial (pay-through).

a) Fideicomisos de Titulación

En el fideicomiso de titulación, el originador -llamado en este caso fideicomitente- se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor de un fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario.

Según la Ley del Mercado de Valores, únicamente las sociedades tituladoras pueden ejercer las funciones propias del fiduciario y tener bajo su dominio a uno o más patrimonios fideicometidos para titulación.

El acto constitutivo del fideicomiso de titulación, es el contrato entre el originador y la sociedad tituladora, o el acto unilateral de esta última para la constitución de un patrimonio de propósito exclusivo. Este documento debe constar en escritura pública, no pudiendo ser modificado sin el previo consentimiento del o de los fideicomisarios o inversionistas y ser inscrito en los Registros Públicos.

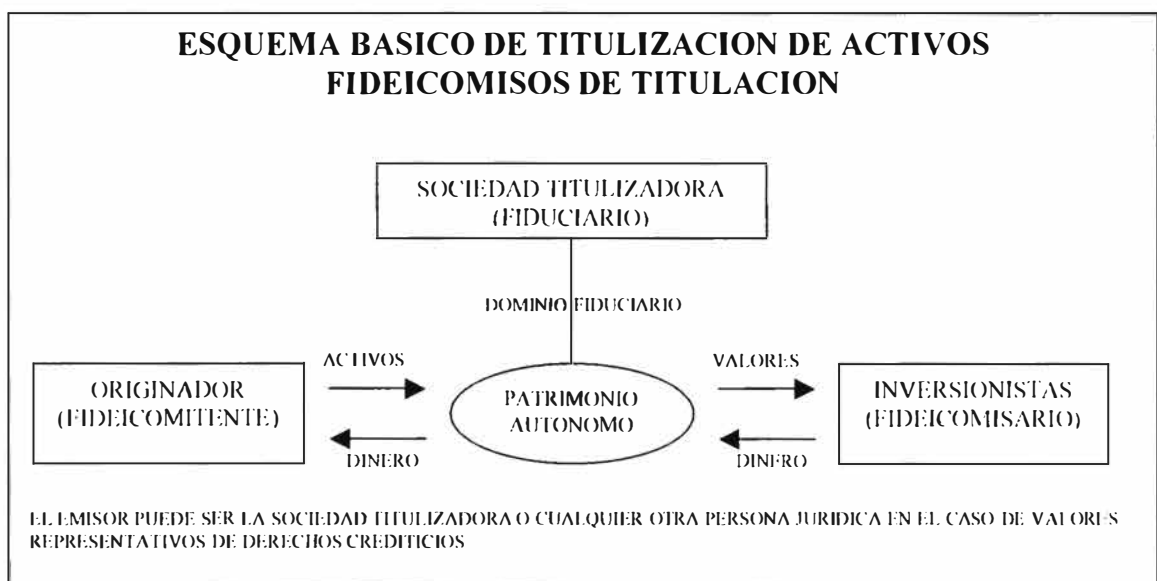
²⁰ Ley del Mercado de Valores, aprobada mediante el Decreto Legislativo N° 861, 1996.

Una vez constituido el fideicomiso de titulización, la sociedad tituladora emitirá títulos valores para captar los fondos, objetivo de la titulización, en favor del originador y respaldados por el patrimonio fideicometido.

Estos valores pueden ser:

- Valores representativos de derechos crediticios;
- Valores que representen un derecho de participación en un patrimonio fideicometido; y,
- Valores que combinen ambos derechos.

Dichos valores son ofrecidos en el mercado mediante una oferta pública o privada para ser adquiridos por inversionistas institucionales o público en general ofreciendo una rentabilidad determinada o participación en función a los flujos que generen dichos activos

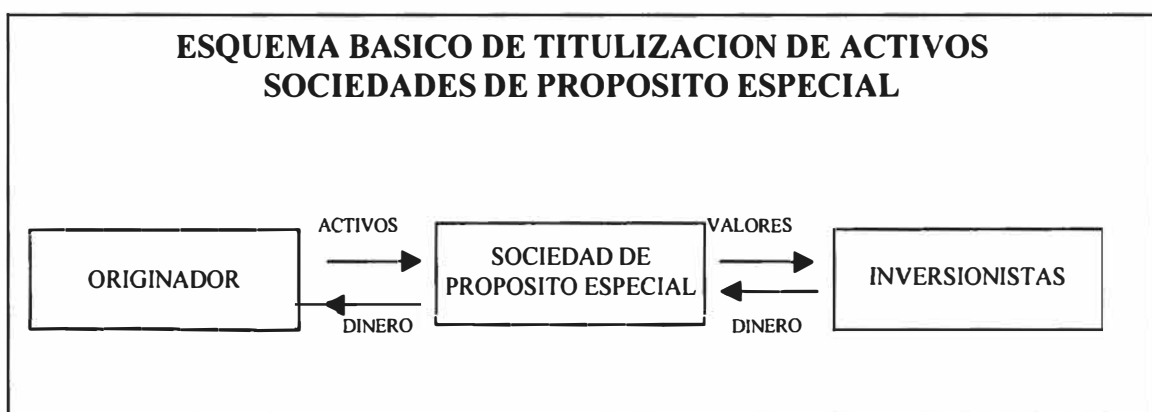


b) Sociedades de Propósito Especial

Son sociedades de propósito especial las sociedades anónimas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios, y cuyo objeto social limita su actividad a la adquisición de tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio. Las sociedades de propósito especial se rigen por lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores y, en lo que corresponda, por las normas aplicables a las sociedades anónimas.

Su objeto social debe señalar que su actividad se limita a la adquisición de activos crediticios y la emisión de valores mobiliarios, no pudiendo efectuar otras actividades que no se encuentren directamente relacionadas a este fin, ni captar recursos del público.

Los valores respaldados por el patrimonio de las Sociedades de Propósito Especial pueden ser acciones o títulos representativos de deuda, emitidos mediante oferta pública o privada.



6. MECANISMOS DE APOYO CREDITICIO²¹

En las dos estructuras mencionadas anteriormente, el traslado o venta de los activos al fiduciario o a la sociedad de propósito especial, respectivamente origina que el riesgo de los títulos valores emitidos está ligado únicamente al patrimonio autónomo, desligándose completamente del riesgo de la empresa.

Sin embargo, por lo mismo que no existe recurso contra el originador en caso de insolvencia del patrimonio de propósito exclusivo, se hace necesario incorporar a la emisión un mecanismo de protección para los inversionistas ante la eventual pérdida de parte de la cartera.

Son varias las modalidades de apoyos crediticios que se les pueden incorporar a una emisión. Las más comunes son:

- Subordinación de la emisión. Este es un mecanismo que consiste en subordinar parte de la emisión en cuanto al derecho de recibir los pagos de capital e intereses. Por ejemplo, si se estima que el riesgo calculado de pérdida de cartera es inferior al 10%, entonces se subordina el 10% de la emisión, quedando el 90% restante con prioridad sobre los pagos de capital e intereses. Los pagos de la porción subordinada no se comienzan a hacer hasta que no se haya pagado la totalidad de la porción prioritaria. La porción subordinada, que es de inferior calidad crediticia puesto que asume el riesgo de la pérdida de la cartera, es comprada por el originador, absorbiendo de esa manera su propio riesgo.

²¹ Aristizábal, Gustavo, Introducción a la Titularización de Activos, 1992, pág 14.

- Sobrecolateralización de cartera. Este es un mecanismo que consiste en realizar una emisión por un monto debajo del total de los activos titulizados. Es decir, el originador saca de sus activos, por ejemplo, el 100% y solamente emite el 90%, quedando el 10% restante en poder del ente emisor, en beneficio de los inversionistas para la reposición de la cartera perdida.
- Exceso de flujo de caja. Este mecanismo es factible cuando existe un margen lo suficientemente amplio entre el rendimiento generado por la cartera titulizada y la tasa de interés pagada al inversionista. El margen diferencial es retenido por el administrador, encargado de efectuar los recaudos de cartera, y luego trasladado al emisor, en beneficio de los inversionistas, hasta completar la cuantía que se considere suficiente para cubrir el riesgo de pérdida de cartera.

7. VENTAJAS

Los procesos de titulización ofrecen múltiples ventajas a las empresas originadoras, entre las cuales tenemos:

a) Costo Financiero

En el caso de empresas medianas, la titulización es de notoria importancia como instrumento de financiamiento ya que si éstas poseen entre sus activos, algunos de menor riesgo que el promedio de la empresa misma, les resulta conveniente independizar esta

cartera de activos, separándolos de su balance, y venderlos al mercado mediante la colocación de valores mobiliarios respaldados por ellos, obteniendo mayores precios que si se financiara a través de las cuentas del pasivo o patrimonio, sea emitiendo instrumentos de deuda o acciones, respectivamente.

b) Liquidez

Las empresas pueden deshacerse de sus activos de menor liquidez mediante los procesos de titulización consiguiendo efectivo para capital de trabajo, nuevas inversiones, etc.

c) Conversión de valores riesgosos en "mejores" valores

Mediante la introducción de una persona que otorgue colaterales o garantías adicionales para la emisión (mejorador), es posible obtener mejores precios en la colocación de valores a cargo del patrimonio de propósito exclusivo.

d) Indicadores Financieros

Las empresas en rápido crecimiento que necesitan liquidez para continuar con sus operaciones, pueden titular sus cuentas por cobrar a fin de mejorar sus índices de liquidez, de rentabilidad e indirectamente su ratio de endeudamiento, mejorando así la situación financiera de la empresa. En el caso de empresas bancarias, este mecanismo les permite aumentar la colocación de créditos sin la necesidad de aumentar el monto del patrimonio.

8. EFECTOS EN LOS ESTADOS FINANCIEROS

A fin de tener idea de cómo se ve reflejado un proceso de titulización en el balance general de la empresa originadora, veremos el siguiente ejemplo ilustrativo:

En una primera instancia, una empresa que posee un alto nivel de endeudamiento con relación a su patrimonio neto, puede tener dificultades para conseguir capital mediante nuevos financiamientos o por su situación el costo de financiamiento resulta muy caro por el riesgo asignado por parte de las empresas del sistema financiero. Otra alternativa que tiene para conseguir recursos, es mediante el aporte o aumentos del capital social, sin embargo se puede presentar la situación que los accionistas tengan dificultad de realizar nuevos aportes de capital social, y por la situación antes descrita de encontrar nuevos inversionistas por el riesgo aparejado a la empresa.

Balance del originador antes del proceso de titulización

Caja y Banco	50 000	Cuentas por pagar	2 000 000
Cuentas por Cobrar	100 000	Deuda a terceros L.P.	1 150 000
Existencias	1 000 000		
Cuentas por cobrar L.P	2 000 000	Patrimonio Neto	2 000 000
Maquinaria y Equipos	2 000 000		
Total activos	5 150 000	Total Pasivo y Patrim.	5 150 000

Sin embargo, como supuesto para este ejemplo, la empresa dispone de cuentas por cobrar a largo plazo de buena calidad crediticia pero de lenta rotación. Estas cuentas por cobrar van a generar un flujo de efectivo en el transcurso de los próximos años hasta su extinción, sin embargo la empresa requiere en el corto plazo de efectivo para amortizar sus pasivos y/o necesidades de capital de trabajo para incrementar sus ventas. Por este motivo, la decisión es implementar un proceso de titulización.

El proceso a implementar se va a realizar mediante la modalidad de fideicomisos de titulación (pass-through). En ese sentido, el originador efectúa una transferencia fiduciaria de sus Cuentas por Cobrar a largo plazo en favor de una Sociedad Tituladora (fiduciario) para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido.

Balance después de la transferencia fiduciaria

Caja y Banco	50 000	Cuentas por pagar	2 000 000
Cuentas por Cobrar	100 000	Deuda a terceros L.P.	1 150 000
Existencias	1 000 000		
Derechos Fiduciarios	2 000 000		
Maquinaria y Equipos	2 000 000	Patrimonio Neto	2 000 000
Total activos	5 150 000	Total Pasivo y Patrim.	5 150 000

Como puede observarse, la empresa se despoja o transfiere la propiedad del activo a un patrimonio autónomo con la finalidad de servir de respaldo a la emisión de títulos valores.

Una vez transferida los activos (cuenta por cobrar a L.P.) al patrimonio autónomo, estos son reemplazados momentáneamente en el balance del originador por documentos de contenido crediticio a cargo del patrimonio autónomo (derechos fiduciarios), es decir la empresa tiene derechos sobre el patrimonio autónomo hasta el momento de la transferencia de liquidez por parte de la sociedad tituladora a la empresa originadora.

Generalmente el tiempo transcurrido entre la transferencia de los activos a la sociedad tituladora y la transferencia de liquidez al originador es de seis meses, sin embargo, este plazo no es limitativo. En estos casos los originadores pactan con el fiduciario un intercambio de cartera; es decir, si durante el plazo entre uno y otro suceso un porcentaje de la cartera titulada se ha hecho efectiva, el originador solicita cambiar ese monto de efectivo

por nueva cartera por cobrar (resultaría ilógico titular dinero en efectivo). Estos acuerdos deben constar explícitamente en el Acto Constitutivo del proceso de titulización.

Con el respaldo de los activos transferidos al patrimonio autónomo, la sociedad tituladora emite títulos valores de contenido crediticio o de participación, dependiendo de la naturaleza de los valores establecidos en el acto constitutivo.

Balance después de la colocación de los bonos de titulización

Caja y Banco	1 850 000	Cuentas por pagar	2 000 000
Cuentas por Cobrar	100 000	Deuda a terceros L.P.	1 150 000
Existencias	1 000 000		
Certificados de participación	200 000	Patrimonio Neto	2 000 000
Maquinaria y Equipos	2 000 000		
Total activos	5 150 000	Total Pasivo y Patrim.	5 150 000

Finalmente, una vez efectuada la colocación de los bonos de titulización a los inversionistas, el producto de dicha colocación es trasladada al originador, es decir a la empresa que transfirió los activos al patrimonio autónomo. Para el presente ejemplo se ha considerado que la emisión de títulos valores de contenido crediticio (bonos por US\$ 1 800 000), son de un monto menor a la totalidad de activos transferidos (sobrecolateralización), estando la diferencia representada por certificados de participación en posesión del originador. Dichos certificados le dan al originador los derechos de usufructuar los remanentes del patrimonio fideicometido una vez efectuado el pago de todos los gastos, el pago de los intereses y amortización de los bonos a los inversionistas.

De esta manera la empresa obtuvo un financiamiento fuera de balance, por cuanto la estructura de pasivos no ha sido modificada, transformándose solo la estructura de activos

de menos líquido a más líquido. Con este proceso la empresa obtuvo liquidez que puede destinar a amortizar parte de sus pasivos y/o destinar otra parte a capital de trabajo.

Por otro lado, los procesos de titulización de flujos de ingresos por ventas futuras tienen otro comportamiento en el balance general del originador, puesto que éste flujo aún no es un activo de la empresa.

Partimos del mismo escenario inicial del ejemplo anterior, pero en este caso la empresa en búsqueda de financiamiento mantiene una cartera de cuentas por cobrar a largo plazo con un alto grado de morosidad. Sin embargo mantiene una gama de clientes selectos que pagan el 80% de sus compras al contado.

Balance del originador antes del proceso de titulización

Caja y Banco	50 000	Cuentas por pagar	2 000 000
Cuentas por Cobrar	100 000	Deuda a terceros L.P.	1 150 000
Existencias	1 000 000		
Cuentas por cobrar L.P	2 000 000	Patrimonio Neto	2 000 000
Maquinaria y Equipos	2 000 000		
Total activos	5 150 000	Total Pasivo y Patrim.	5 150 000

Después de todo el proceso de titulización señalado en el ejemplo anterior, finalmente, una vez efectuada la colocación de los bonos de titulización a los inversionistas, el producto de dicha colocación es trasladada al originador.

Supongamos que, al igual que en el ejemplo anterior, el flujo de ingresos futuros destinado a la titulización asciende a US\$ 2.0 millones y que la emisión de títulos valores de contenido crediticio asciende a US\$ 1.8 millones (sobrecolateralización). En este caso, no existe una reestructuración del activo del originador como en el ejemplo anterior, sino un incremento en

el activo total de la empresa. Puesto que los US\$ 1.8 millones es dinero líquido que ingresa a caja en reemplazo de otro activo que todavía no se tiene registrado (ventas futuras).

Este incremento del activo debe tener una contrapartida en el pasivo, la cual se registra bajo el nombre de Obligaciones Fiduciarias por Pagar y que no es otra cosa que la contabilización de los ingresos por ventas futuras.

Balance después de la colocación de los bonos de titulización

Caja y Banco	1 850 000	Obligac. Fiduc por pagar	2 000 000
Cuentas por Cobrar	100 000	Cuentas por pagar	2 000 000
Existencias	1 000 000	Deuda a terceros L.P.	1 150 000
Certificados de participación	200 000	Patrimonio Neto	2 000 000
Cuentas por cobrar L.P.	2 000 000		
Maquinaria y Equipos	2 000 000		
Total activos	7 150 000	Total Pasivo y Patrim.	7 150 000

Es necesario señalar aquí una observación muy importante en el caso de las titulizaciones de flujos por ventas futuras.

Hemos mencionado anteriormente que una de las ventajas de los procesos de titulización es que el riesgo del patrimonio de propósito exclusivo se desliga completamente del riesgo de la empresa en general. Sin embargo en este caso, debido a que los activos titulizados todavía no son reales y dependen de la gestión de la empresa para realizar sus ventas, el riesgo del patrimonio autónomo no se desliga del riesgo de la empresa. Este es una particularidad que deben tomar en cuenta los inversionistas.

CAPITULO III.- EXPERIENCIAS EXTRANJERAS

1. ESTADOS UNIDOS

La titulización de activos tiene su origen en los Estados Unidos de Norteamérica, en la década de 1970, mediante la titulización de hipotecas con respaldo del Gobierno por intermedio de instituciones que compraban y titulizaban o garantizaban las emisiones, lo cual dio un fuerte impulso al mercado hipotecario de dicho país.

A partir de comienzos de la década de los años 80, comenzaron las emisiones privadas de títulos valores respaldados por hipotecas, tanto familiares como comerciales, utilizándose diversos métodos para mejorar o disminuir el riesgo crediticio, reemplazando el soporte que prestaba al gobierno federal.

2. INGLATERRA

Inglaterra es, tal vez, el país de mayores desarrollos de titulización en Europa. Las hipotecas se han titulado con mucho éxito desde el año 1987, lo mismo que otros tipos de préstamos.

La titulización de hipotecas en Inglaterra se ha hecho a través de la figura de las sociedades especializadas de objeto social único (las "bankruptcy-remote companies"), o sea que toma la forma de estructura de flujo de caja bajo la modalidad de "pay through" de los Estados Unidos. La administración de la cartera titulizada y sus flujos de caja la contratan con la misma entidad originadora; sin embargo, introducen la figura del "trustee", o agente de fideicomiso, quien hace las veces de representante de los inversionistas ante el ente originador y emisor, y a quien se le entrega la cartera titulizada para su protección en beneficio de los inversionistas.

Existen en Inglaterra dos tipos de hipotecas:

- a) Las "annuity mortgages", en las cuales el principal se amortiza con los pagos mensuales
- b) Las "endowment mortgage", en las cuales solamente se pagan los intereses mensuales y la totalidad del principal al final de la vida de la hipoteca.

Éstas últimas son las que se titilizan.

3. FRANCIA

En Francia se legisló para darle un marco legal a la titulización. La ley 88-1201 del 23 de diciembre de 1998, creó los "Fonds Commun de Creances", o sea fondos comunes contra los cuales se emiten títulos de propiedad. En consecuencia, la titulización ("titrization") toma la forma de la estructura de flujo de caja bajo la modalidad de "pass through" de los Estados Unidos.

La primera emisión estructurada en Francia, combinó la modalidad de "pass through" con la modalidad "pay through". La ley francesa estipula la intervención de una sociedad calificadoradora de riesgos, y consagra los siguientes apoyos crediticios:

- a) la emisión prioritaria/subordinada;
- b) el exceso de colateralización de cartera, y;
- c) la garantía de una entidad crediticia independiente.

4. MEXICO

México está a la vanguardia en América Latina en materia de titulización. Empresas financieras, industriales y de servicios públicos, se han beneficiado con las ventajas obtenidas mediante la financiación a través de la titulización. La empresa "Teléfonos de México", por ejemplo, ha titulado los saldos que a su favor han resultado del convenio recíproco de recepción de tráfico telefónico con la AT & T de los Estados Unidos. Varias obras importantes de infraestructura vial se han financiado con la emisión de los denominados "bonos carreteros", que se obtienen mediante la titulización de los peajes de las carreteras a concluir.

5. COLOMBIA

A nivel Latinoamericano, Colombia fue uno de los primeros países en desarrollar este tipo de mecanismo, mediante la promulgación de la Ley 35 de 1993, que abrió el camino para incorporar al mercado público de valores colombianos los documentos emitidos en procesos

de titulización de activos (llamados titularización según sus normas), el cual fue complementado por la reglamentación correspondiente señalado en la Resolución 400 de 1995, expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores, constituyéndose en la norma que reúne los requisitos y características de los procesos de titulización en Colombia.

Como pocos países, ha mostrado un sector financiero estable y bien regulado, además de poseer una banca hipotecaria que ha sido exitosa por mas de veinte años, razón por la cual la mayor parte de activos transferidos a patrimonios fideicometidos han sido inmuebles (47%) y carteras hipotecarias (17%).

Desde 1993, año de la primera estructuración de un proceso de titulización hasta el 31 de diciembre de 1999, se han emitido valores en moneda nacional y extranjera por un monto equivalente de US\$ 1 195 835, de los cuales han sido colocados US\$ 680 049 000, a través de 69 procesos de titulización, entre las cuales podemos destacar el Fideicomiso IDU Fiducrédito – 1997 por parte del Instituto de Desarrollo Urbano – IDU el cual titulizó flujos futuros de Fondos por un monto aproximado de US\$ 106,77 millones; el Patrimonio Autónomo THD Emisión 1998-1 por parte del Banco Davivienda el cual titulizó una Cartera Hipotecario por un monto aproximado de US\$ 55,35 millones; y el Patrimonio Autónomo Banco Colpatria THBC-98 por parte del Banco Colpatria el cual titulizó una Cartera Hipotecaria por aproximadamente US\$ 68,94 millones; en todos estos casos señalados la emisión y colocación fue al 100% por la calidad crediticia de dichos activos.²²

²² CONASEV, Revista Valores Año X N° 34, Abril 2000, pág 6.

Hay ciertas condiciones que están dadas para que en Colombia se desarrolle un mercado secundario a través de la estructuración de titulaciones, tales como algunos períodos de iliquidez en el sector financiero, la disponibilidad de activos susceptibles de titulación y la reciente aparición de nuevos inversionistas institucionales en su mercado de capitales, que requieren una buena diversificación en sus portafolios de inversiones, con instrumentos de alta calidad.²³

La titulación de activos es, hasta cierto punto, un subproducto de la liberalización de los mercados financieros en los países en donde se hacen estas transacciones, inclusive en su propio país de origen, los Estados Unidos. Esta técnica de financiación ha sido un instrumento clave en la globalización de los mercados financieros. Hasta hace tan solo un poco mas de 20 años, en ninguna parte del mundo se había oído hablar de instrumentos financieros tan raros y extraños como "valores respaldados por hipotecas" o "strips". Hoy día, los certificados pass through, de hipotecas respaldadas por la GNMA de los Estados Unidos, son los instrumentos financieros más transados en el mundo entero. Estos papeles se cotizan en algunas bolsas europeas y del sudeste asiático.²⁴

²³ Aristizabal, Gustavo, Introducción a la Titularización de Activos, 1992, pág 30.

²⁴ Loc. cit.

CAPITULO IV.- LA TITULIZACION DE ACTIVOS EN EL MERCADO PERUANO

1. SITUACION ACTUAL

Con la publicación del Reglamento de los Procesos de Titulización aprobado mediante Resolución CONASEV N° 001-97-EF/94.10, que complementa a la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861), se abre el marco jurídico para la organización, funcionamiento y operación de las sociedades tituladoras.

Para el diseño y estructuración de la titulización en el Perú, CONASEV tomó experiencias de varios países. Así por ejemplo, a los Estados Unidos por la experiencia de titulización de carteras hipotecarias y a Colombia por el esquema regulatorio que abarca una numerosa gama de posibilidades para la titulización, incluyendo en la figura la constitución de procesos generados en activos de cualquier naturaleza, proyectos o flujos de caja futuros.²⁵

Actualmente, son siete las sociedades tituladoras que cuentan con autorización de funcionamiento por parte de CONASEV: Citicorp Perú Sociedad Tituladora S.A., Creditítulos Sociedad Tituladora S.A., Progreso Sociedad Tituladora S.A., Continental

²⁵ CONASEV, Revista Valores Año X N° 34, Abril 2000, pág 7.

Sociedad Titulizadora S. A., Wiese Sociedad Titulizadora S.A., Trust Sociedad Titulizadora S.A. e Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A.

Debemos señalar que posteriormente Progreso S.A. cambió su denominación por la de Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A.

En el siguiente cuadro se muestra la situación financiera de las siete sociedades tituladoras donde se puede apreciar que Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A. tiene los mayores ingresos del sistema con S/. 853 mil, seguida por Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A. con S/. 658 mil.

Sociedades Tituladoras
Información Financiera al 31 de Diciembre de 2000
(En Miles de Nuevos Soles)

Empresa	Activo Corriente	Patrimonio	Ingresos por Servicios	N° Total De Emisiones*
Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A.	3 520	3 455	658	4
Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A.	1 833	2 091	72	1
Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A.	385	1 743	132	1
Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A.	2 308	1 573	853	11
Continental Sociedad Titulizadora S.A.	1 106	1 106	0	0
Wiese Sudameris Sociedad Titulizadora S.A.	23 834	23 810	0	3
Trust Sociedad Titulizadora S.A.	156	294	0	2

* Emisiones vigentes al 31 de diciembre de 2000
Fuente : CONASEV

2. PROCESOS DE TITULIZACION EN EL PERU

En cuanto a las emisiones producto de los procesos de titulización, la CONASEV tiene restringida su supervisión solo a las que se han hecho por Oferta Pública.

A la fecha sólo se han realizado ocho procesos de Titulización por oferta pública:

La primera operación fue la constitución del Patrimonio en Fideicomiso D. Leg. 861, Título XI, Ferreyros PFF, 1997-01, llevado a cabo por Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A. mediante la transferencia de activos (cuentas por cobrar), por parte de Ferreyros S.A.A, originados de los contratos de compraventa al crédito de equipos y maquinarias en general celebrados entre el originador y sus clientes. La emisión de obligaciones respaldadas por este patrimonio fue por un monto de US\$ 20 000 000.

La segunda operación fue la constitución del Patrimonio Autónomo Edificios San Isidro - Patrimonio en Fideicomiso, D. Leg. 861, Título XI, a cargo de Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A., mediante la transferencia de 180 inmuebles en dos edificios de oficinas ubicados en la esquina de las calles Rivera Navarrete y Chinchón, en el distrito de San Isidro, así como sus equipos de aire acondicionado y grupos electrógenos correspondientes. La emisión de obligaciones respaldadas por este patrimonio propiedad de la Sociedad Titulizadora, fue por un monto de US\$ 10 150 000.

La constitución del Patrimonio en Fideicomiso – D. Leg. No. 861, Título XI, Ferreyros PFF, 1998-01, llevado a cabo por Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A. mediante la transferencia de activos (cuentas por cobrar), por parte de Ferreyros S.A.A, originados de

operaciones de venta de repuestos, prestación de servicios y arrendamiento de máquinas, motores, camiones y equipos que realiza habitualmente Ferreyros a sus clientes. Esta operación fue realizada mediante el trámite de un Programa de emisión de bonos de titulización por US\$ 45 000 000, efectuándose a la fecha la primera emisión de dicho programa por un monto de US\$ 15 000 000.

La constitución del Patrimonio en Fideicomiso - D. Leg. N° 861, Título XI, Quimpac – Primera Emisión, llevado a cabo por Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A., mediante la transferencia de los derechos sobre los flujos en efectivo derivados de las ventas futuras de sal y productos químicos que efectúe Quimpac a un grupo de Clientes Elegidos. La emisión de obligaciones respaldadas por este patrimonio fue por un monto de US\$ 20 000 000,00.

La constitución del Patrimonio en Fideicomiso - D. Leg. N° 861, Título XI, Bonos Brady BTB, 2000-01, llevado a cabo por Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A., mediante la transferencia de activos (Bonos Brady) de propiedad de Citibank N.A. Sucursal Lima. La emisión de obligaciones respaldadas por este patrimonio, fue por un monto de US\$ 100 000 000.

La constitución del Patrimonio en Fideicomiso D. Leg. 861, Título XI, Ferreyros BTF, 2000-01, llevado a cabo por Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A. mediante la transferencia de activos (cuentas por cobrar), por parte de Ferreyros S.A.A, originados de los contratos de compraventa al crédito de equipos y maquinarias en general celebrados entre el originador y sus clientes. La emisión de obligaciones respaldadas por este patrimonio fue por un monto de US\$ 17 000 000.

La constitución del Patrimonio en Fideicomiso D. Leg. 861, Título XI, Wong & Metro - Primera Emisión, llevado a cabo por Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A. mediante la transferencia de los derechos sobre las ventas futuras que efectúen los originadores en los locales y que sean pagadas con las Tarjetas de Crédito y/o Débito elegidas. La emisión de obligaciones respaldadas por este patrimonio fue por un monto de US\$ 50 000 000.

La constitución del Patrimonio en Fideicomiso D. Leg. 861, Título XI, Flujos Futuros - Alicorp S.A., llevado a cabo por Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. mediante la transferencia de los derechos sobre los flujos futuros derivados de la venta de sus productos. La emisión de obligaciones respaldadas por este patrimonio fue por un monto de US\$ 40 000 000.

Durante el año 2000, la emisión más significativa fue la efectuada por Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A. teniendo como Patrimonio Fideicometido Bonos Brady, con plazos desde 37 días hasta 17 años. También destacó la colocación efectuada por Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A. sobre el Patrimonio Fideicometido Quimpac por un monto de US\$ 20,0 millones a 7 años.

**Bonos de Titulización Emitidos por Oferta Pública
Primaria durante el año 2000**

Fiduciario	Intertítulos Sociedad Titulizadora	Citicorp Perú Sociedad Titulizadora	Citicorp Perú Sociedad Titulizadora
Originador	Quimpac	Citibank N.A. Sucursal Lima	Ferreyros S.A.A.
Activo Titulizado	Flujos futuros, derivados de la venta de Sal y productos químicos	Bonos Brady	Cuentas por Cobrar derivadas de la venta de maquinaria y equipo
Monto en US\$	20 000 000	100 000 000	17 000 000
Nº Series	Única	34 Series	Única
Plazo de Amortización	7 años	17 años	5 años

Fuente : CONASEV

Durante el año 2001, los procesos de titulización autorizados por CONASEV y que implicaron colocación por Oferta Pública Primaria fueron los realizadas por Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A. sobre el Patrimonio Fideicometido Wong & Metro y por Credititulos Sociedad Titulizadora S.A. sobre el Patrimonio Fideicometido - Alicorp.

**Bonos de Titulización Emitidos por Oferta Pública
Primaria durante el año 2001**

Fiduciario	Intertítulos Sociedad Titulizadora	Credititulos Sociedad Titulizadora
Originador	Wong & Metro	Alicorp S.A.
Activo Titulizado	Ventas futuras, pagadas con tarjetas de crédito y/o débito en sus locales	Flujos futuros, Derivados de la venta de sus productos
Monto en US\$	50 000 000	40 000 000
Nº Series	6 series	Única
Plazo de Amortización	5 años	7 años

Fuente : CONASEV

De otro lado, dentro de los procesos de titulización llevados a cabo por oferta privada, podemos mencionar los siguientes:

Valores Mobiliarios de Titulización Emitidos por Oferta Privada durante el año 2000

Fiduciario	Citicorp Sociedad Titulizadora	Progreso Sociedad Tituliz.	Progreso Sociedad Tituliz.	Wiese Sudameris S.T	Trust Sociedad Titulizadora
Originador	Ferreyros	Procacao	Procomfa	Holding S.A.	Argenta SAB
Activo Titulizado	Máquinas, motores, camiones, componentes y equipo	Materia Prima en transformación, valores mobiliarios	Acciones de NBK Bank, mercaderías y diversos Activos Fijos	36.1% de las acciones en circulación de Textil San Cristóbal	Inmuebles
Valor Mobiliario	Obligaciones de titulización	Bonos de titulización	Bonos de titulización	Certificado de Participación	Bonos de titulización
Monto en US\$	1 800 000	1 110 000	1 572 623	17 307 540	4 000 000
Plazo de Amortiz.	120 días	370 días	370 días	9 años	5 años

Fuente : CONASEV

Durante el año 2000, la CONASEV manifiesta haber realizado 6 inspecciones a igual número de sociedades tituladoras a fin de verificar la comunicación de los hechos de importancia y evaluar, de manera selectiva, la razonabilidad de los saldos contables presentados trimestralmente a dicho ente y a la Bolsa de Valores de Lima, a través de sus estados financieros.

3. CASO WONG & METRO

Este proceso de titulización fue llevado a cabo en el presente año con la constitución del Patrimonio en Fideicomiso D. Leg. 861, Título XI, "Wong & Metro - Primera Emisión", mediante Acto Constitutivo de fecha 16 de julio de 2001.

a) Descripción general

Los originadores Wong & Metro titularon los ingresos por las ventas futuras, y los derechos generados por dichas ventas, que se efectuarán en los locales elegidos y que serán pagadas con las tarjetas de crédito y/o débito elegidas.

En cuanto a los locales, solo se incluyeron los locales señalados en el Acto Constitutivo y adicionalmente se incluirán cualquier otro local comercial que se establezca en el futuro.

En cuanto a las tarjetas, se consideraron tarjetas elegibles todas las tarjetas de crédito y/o débito con las que operen los originadores, independientemente de la red a las que se encuentren afiliadas; y cuyos flujos se encuentren libres de cargas y gravámenes a lo largo de la vigencia de los bonos de titulización. Los originadores están prohibidos de afectar los flujos provenientes de cualquier tarjeta.

Al inicio del proceso, las tarjetas elegidas fueron las tarjetas de crédito y/o débito afiliadas a la red VISANET cuyos bancos emisores son: Banco Internacional del Perú S.A., BBVA Banco Continental S.A., la tarjeta de crédito Visa Santander, y tarjetas de crédito emitidas en el extranjero que se encuentren afiliadas a la red VISANET.

Como se muestra, en este caso, la titulización no se ha efectuado sobre un activo existente del originador, sino contra un flujo de ingresos futuros por ventas de mercaderías, que todavía ni se han vendido.

Sin embargo, este flujo futuro de ingresos es estadísticamente predecible. En el prospecto informativo de la emisión de los Bonos de Titulización Wong & Metro, se detalla el flujo anual esperado del patrimonio fideicometido para los próximos cinco años, el cual ha sido estimado por los originadores tomando en cuenta los siguientes factores y variables:²⁶

- El plan estratégico de los originadores.
- Las políticas comerciales para cada una de las cadenas.
- La demanda estimada por los originadores para cada una de las cadenas.
- El plan de inversiones en nuevos locales de los originadores.
- El desarrollo de la industria de los supermercados en el Perú.
- El índice de crecimiento de la población del Perú.
- El índice de crecimiento del PBI del Perú
- En general, aspectos macro y micro económicos del Perú.

Dicha tabla ha sido realizada exclusivamente para indicar una proyección de las ventas de los originadores en los Locales a través de las tarjetas de crédito y/o débito elegidas (expresados en dólares de los E.U.A.). Los intereses han sido calculados en base a una tasa de interés de referencia.²⁷

²⁶ Prospecto Informativo: Bonos de Titulización Wong & Metro - Primera Emisión, 16 de Julio de 2001.

²⁷ La tabla se encuentra disponible en el Prospecto Informativo citado.

Flujos de Ingresos y Egresos Estimados	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ingresos (flujos cedidos)	48,555,530	52,832,734	56,670,138	58,928,498	59,812,425
Gastos de la Operación	45,000	45,000	45,000	45,000	45,000
Flujo Operacional	48,510,530	52,787,734	56,625,138	58,883,498	59,767,425
Pagos de Intereses	4,167,140	3,333,712	2,500,284	1,666,856	833,428
Importes a Fondo de Capital	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000	10,000,000
Flujo de Financiamiento	14,167,140	13,333,712	12,500,284	11,666,856	10,833,428
Excedente Disponible para Aceleración	34,343,390	39,454,022	44,124,854	47,216,642	48,933,997
Importes a Reserva de Aceleración	0	0	0	0	0
Excedente Disponible para Covenants	34,343,390	39,454,022	44,124,854	47,216,642	48,933,997
Importes a Reserva de Covenants	0	0	0	0	0
Excedente Disponible para Fondo de Garantía	34,343,390	39,454,022	44,124,854	47,216,642	48,933,997
Importes a Fondo de Garantía	0	-160,000	-210,000	-215,000	-205,000
Excedente de Libre Disposición	34,343,390	69,614,022	44,334,854	47,431,642	49,138,997
Restitución de Fondos a Wong	-34,343,390	-69,614,022	-44,334,854	-47,431,642	-49,138,997
Flujo de Caja Final	0	0	0	0	0

Por otro lado, al limitar los ingresos futuros titulizados solo a las ventas pagadas con tarjetas Visa, el originador está consiguiendo que las tasas de morosidad sean considerablemente bajas, por no decir inexistentes, puesto que quién liquide los pagos realizados con tarjetas será el sistema VISANET de la firma Visa Internacional y no los clientes. El riesgo de impago por parte de los clientes de Wong & Metro usuarios de las tarjetas Visa será asumido directamente por Visa y no por los originadores. Debemos tener en cuenta que al ser Visa una firma internacional, juega un rol importante la calidad del Banco local emisor de las tarjetas.

Este mecanismo tiene otro punto a favor, que es el hecho de que los flujos futuros van a ser pagados por Visa, firma de reconocido prestigio internacional y, por consiguiente, de gran aceptación por parte de los potenciales inversionistas.

b) Participantes

Los originadores fueron E. Wong e Hipermercados Metro.

El fiduciario en esta oportunidad fue Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A, quién a su vez fue el emisor de los títulos valores (Bonos de Titulización) colocados entre los inversionistas.

Los mejoradores en este proceso son E. Wong, Erasmo Wong Chiang Moreno, Tres Palmeras S.A. e Inmobiliaria Nicolás Arriola S.A.C. (Inasac S.A.C.), quienes han otorgado en favor del Patrimonio Fideicometido un Fideicomiso de Usufructo, con la finalidad de respaldar el pago oportuno a los inversionistas.

La firma Visa Internacional como ente liquidador de los pagos realizados con sus tarjetas en los establecimientos de los originadores.

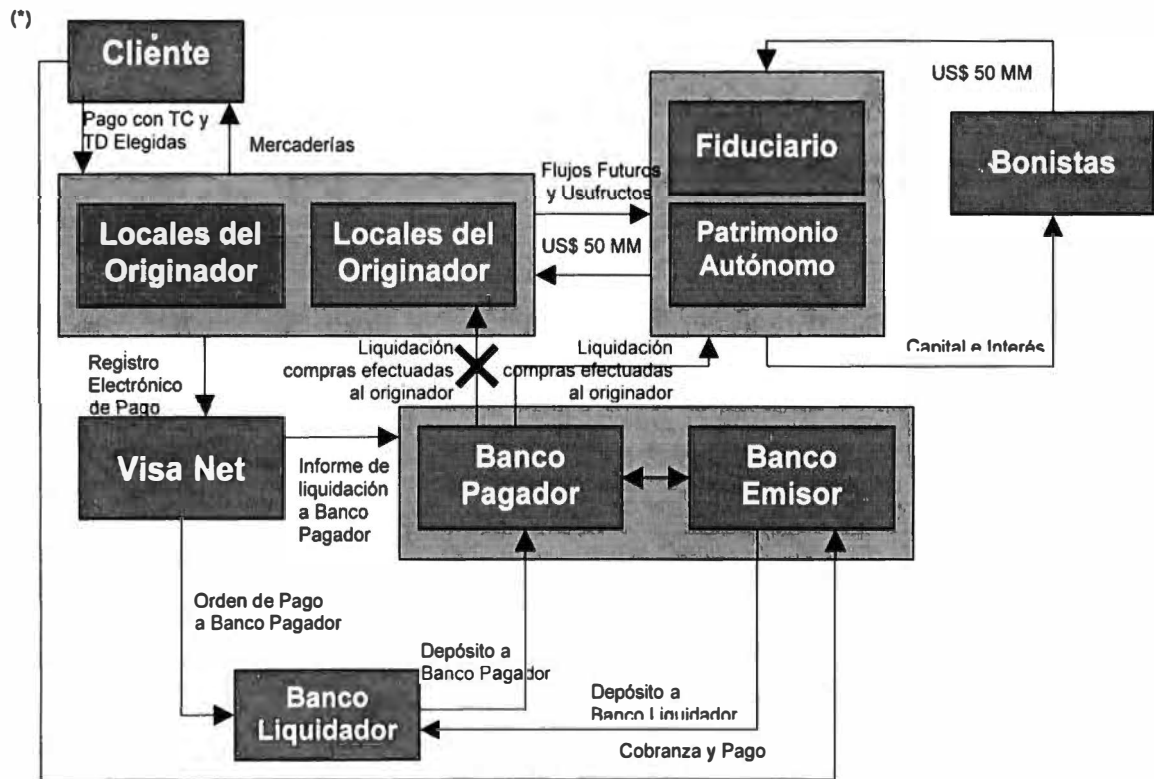
El Banco Liquidador nacional que ejecuta los pagos o cobros a nombre de Visa Internacional en nuestro país.

Los Bancos locales emisores de las tarjetas de crédito y débito Visa, quienes cancelarán las compras efectuadas con las tarjetas mencionadas.

Los Inversionistas, tenedores de los títulos valores emitidos con cargo al patrimonio de propósito exclusivo.

c) Estructura

La estructura usada para este proceso de titulización es la de Patrimonio Fideicometido (pass-through). Es decir, el originador traslada los derechos sobre los flujos por ventas futuras a una Sociedad Titulizadora (fiduciario), quién constituye un Patrimonio Autónomo (patrimonio fideicometido) contra el cual emite títulos valores para su colocación en el mercado.



(*) Gráfico obtenido de exposición sobre Titulización de Activos realizada por CONASEV.

- 1) Los originadores transfieren en fideicomiso al Fiduciario los derechos sobre los flujos derivados de las ventas futuras que efectúe en lo Locales, a través de las Tarjetas de Crédito y/o Débito Elegidas, según el Acto Constitutivo, con la finalidad de que éste los incorpore al Patrimonio Fideicometido. Bajo dicho acuerdo, el Fiduciario incorpora dichos derechos al Patrimonio Fideicometido y mantiene el dominio fiduciario sobre los mismos.
- 2) El Fiduciario, en representación del Patrimonio Fideicometido, realiza una emisión de Bonos. Los activos del Fiduciario no responderán por las obligaciones derivadas de la emisión de los Bonos, las que serán de cargo exclusivo de los activos del Patrimonio Fideicometido.
- 3) El fiduciario se encarga del seguimiento sobre el pago oportuno de las ventas que se realicen a través de las tarjetas de crédito y/o débito elegidas.
- 4) VISANET, tras recibir la liquidación de las Ordenes de Pago diarias remitidas por los originadores, depositará el dinero correspondiente en la Cuenta Centralizadora a nombre del Patrimonio Fideicometido a más tardar dentro de los dos días hábiles de recibida la misma. VISANET podrá realizar el referido depósito a través de los Bancos Pagadores.
- 5) El pago a los titulares de los bonos se realizará de acuerdo a la prelación de pagos pactada. El fiduciario transferirá a CAVALI ICLV S.A. luego del pago de gastos, comisiones y tributos, los importes correspondientes al pago de intereses y principal de los Bonos.

d) Características de la Emisión

La emisión de títulos valores realizada por Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A. tiene las siguientes características:

- Título Valor: Bonos de Titulización
- Monto: US\$ 50 000 000.00
- Series: 4 series de US\$ 10 000 000.00 y 2 series de US\$ 5 000 000.00
- Valor Nominal: US\$ 1 000.00
- Plazo: 5 años
- Amortización: 20% anual
- Clase: Nominativos y representados por anotaciones en cuenta e inscritos en CAVALI ICLV S.A.
- Precio de colocación: A la Par.
- Tasa de interés: 8.2500%
- Pago de intereses: Pagaderos en forma trimestral
- Clasificación: Equilibrium: AAA
Apoyo y Asociados Internacionales S.A.: AA

e) Garantías de la emisión

Ventas futuras que efectúen los originadores en los locales y que sean pagadas con las tarjetas de crédito y/o débito elegidas transferidas al Patrimonio Fideicometido por el originador.

Depósito en Garantía por US\$ 1 100 000.00 a nombre del Patrimonio Fideicometido, con la finalidad de asegurar el pago oportuno de las cuotas de intereses y capital.

Fideicomiso de Usufructuo por un plazo de 15 años, constituido sobre determinados inmuebles de titularidad de los Mejoradores. Los derechos de usufructuo comprenden los derechos económicos relacionados con los mismos (derechos de llave, la merced conductiva y cualquier otro que confiera el uso y el disfrute de los inmuebles).

d) Aplicación de los recursos obtenidos de la emisión

Los recursos obtenidos de la emisión de los Bonos de Titulización se destinaron, según el Prospecto Informativo, a lo siguiente:

- 1º Gastos originados del proceso de titulización
- 2º Fondo de Depósito de Garantía
- 3º Reestructuración de Pasivos

De existir un remanente, el destino de dichos fondos será:

- 1º Nuevos locales comerciales
- 2º Proyectos de Inversión, como implantación de mejoras tecnológicas, incremento de eficiencia operativa y ampliación de locales, entre otros.

e) Administración de los recursos del patrimonio autónomo

El fiduciario está obligado a administrar los recursos que conforman el Patrimonio Fideicometido, y que han sido depositados por VISANET en la Cuenta Centralizadora, en el siguiente orden de prelación:

1º Costos y Gastos. En primer lugar, con los flujos disponibles en la Cuenta Centralizadora a la hora de corte diaria, el Fiduciario deberá afectar los importes correspondientes a gastos administrativos y operativos, gastos por tributos de cargo del patrimonio, gastos por comisiones al fiduciario y otros gastos que no sean de cargo exclusivo de los originadores.

Seguidamente, el fiduciario convertirá dichos flujos a dólares de los E.U.A. hasta por el importe necesario para efectuar las asignaciones correspondientes al procedimiento de "cascada" siguiente. Este procedimiento debe ser realizado diariamente.

2º Fondo de Reserva - Intereses. El fiduciario procederá a depositar en este fondo el importe necesario para cubrir los intereses devengados a la fecha.

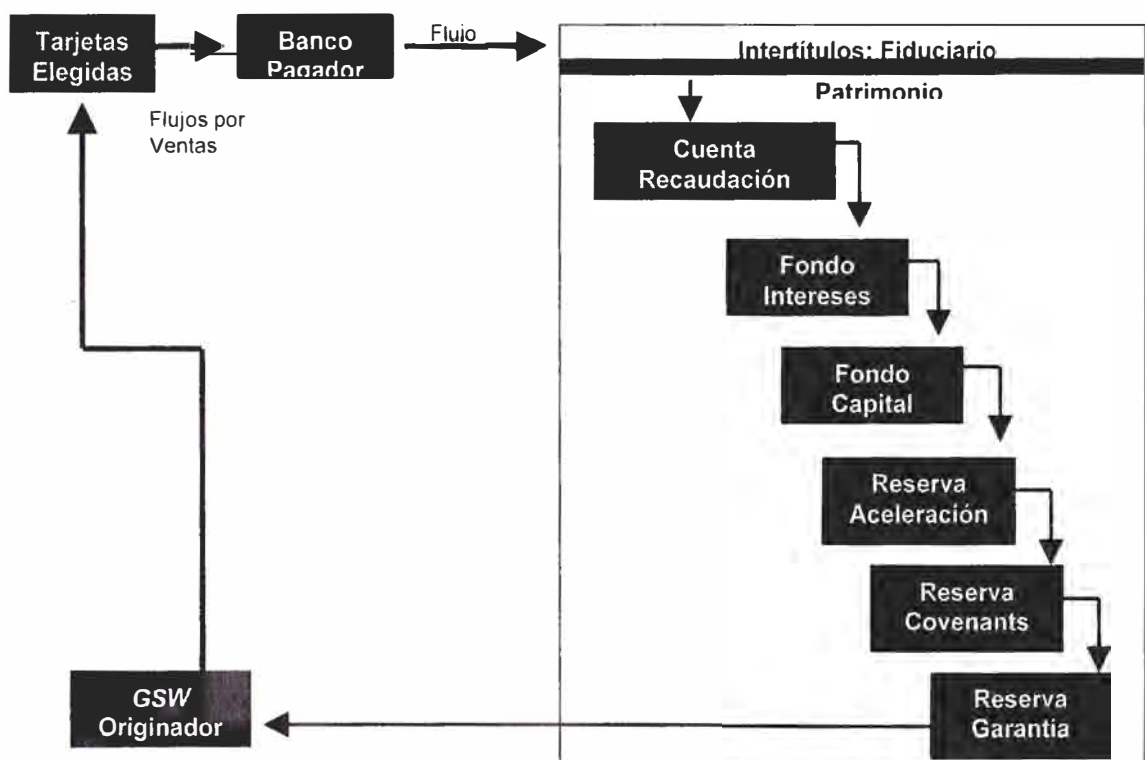
3º Fondo de Reserva - Capital. Una vez cubierta la asignación de intereses, el fiduciario procederá inmediatamente a depositar en este fondo, el monto necesario para cubrir el importe devengado acumulado a la fecha.

4º Fondo de Reserva - Aceleración. El fiduciario depositará en este fondo, el porcentaje del excedente disponible para aceleración en caso de verificarse uno de los supuestos de riesgo de insolvencia del patrimonio fideicometido.

5° Fondo de Reserva - Covenants. El fiduciario depositará en este fondo, el porcentaje del excedente disponible para covenants en caso de verificarse un incumplimiento de cualquiera de los compromisos asumidos por los originadores.

6° Fondo de Depósito de Garantía. El fiduciario depositará en este fondo el monto necesario para completar el Fondo de Depósito de Garantía, en caso éste haya sido utilizado.

7° Los fondos resultantes luego de cubrir los gastos, tributos y asignaciones será el excedente de Libre Disposición. Dicho excedente será devuelto a los originadores a prorrata de los flujos traspasados al patrimonio por cada uno de ellos.



CONCLUSIONES

La titulización de activos es la operación financiera que hace posible transferir activos mediante la constitución de un patrimonio separado o autónomo -llamado también patrimonio de propósito exclusivo-, el mismo que sirve de base para emitir valores que representen derechos de participación, crediticios o mixtos vinculados a dicho patrimonio.

Este proceso ofrece múltiples ventajas a las empresas originadoras como la rebaja de los costos financieros de la emisión, por una disminución del riesgo de los activos al ser separados completamente de los resultados de la empresa; mayor liquidez, al deshacerse de sus activos ilíquidos por dinero efectivo; y, mejores indicadores financieros como resultado de la reestructuración de sus activos.

En el Perú este mecanismo surgió recientemente, en comparación con los mercados desarrollados, y en los dos últimos años ha pasado de ser un mecanismo de ayuda para empresas en difícil situación financiera a ser una herramienta financiera fuerte para empresas que buscan liquidez (entiéndase financiamiento) para poder poner en práctica planes de crecimiento.

La legislación peruana contempla dos tipos de estructuras de titulización, la realizada con patrimonios fideicometidos y la realizada mediante Sociedades de Propósito Especial. Sin embargo a la fecha, todos los procesos de titulización se han estructurado en base al primero, debido a que la transferencia de activos a las Sociedades de Propósito Especial está gravado con el Impuesto General a las Ventas (IGV), lo cual encarece el costo del proceso.

En cuanto a los activos a titular, la legislación peruana permite que se utilice prácticamente cualquier tipo de activo, como carteras de cuentas por cobrar, inmuebles, o incluso flujos de ingresos y derechos futuros como el proceso de titulización efectuado recientemente por la cadena de supermercados Wong & Metro.

Este último caso es un proceso novedoso en nuestro país, puesto que lo que se traslada al patrimonio fideicometido no son activos pertenecientes al balance general del originador, sino una estimación de flujos de ingresos futuros todavía no realizados. No es una reestructuración de activos, sino un incremento de los activos monetarios de la empresa. Lo principal en este proceso es el hecho de que los originadores han logrado colocar valores sustentados en un patrimonio constituido por flujos potenciales, que si bien es cierto son estimables, todavía no son reales.

En la medida que la titulización sobre activos que se separan del resto de los activos de la empresa, permite el financiamiento directo con menores costos financieros para las empresas, se espera que se convierta en un mecanismo preferente en los próximos años.

Si bien las características que deben reunir las empresas para ingresar a la modalidad de titulización perfilan principalmente a las grandes empresas del país, se espera que en la medida que la calidad y cantidad de los activos empresariales mejore, se irán incorporando empresas de menor tamaño.

La titulización de ingresos futuros implica la asunción de un riesgo mayor por parte del inversionista en la medida que la esperanza de cumplimiento de los flujos de caja futuros siguen asociados al riesgo mismo de la empresa. En estos casos la presencia de mejoradores reduce el riesgo y convierte esta opción en una alternativa interesante para el mercado. El mismo resultado se logra con la sobrecolateralización o cuando se determinan flujos de caja futuros mayores al rendimiento para el inversionista.

Si bien la titulización es reciente, tanto en el mundo como en el país, pensamos que se trata de un mecanismo de financiamiento directo que dinamiza el mercado de capitales. En la medida que surgen más instrumentos de inversión los inversionistas institucionales participarán en mayor medida en el mercado. De otro lado la demanda por titulización tenderá a crecer en tanto se confirma que permite obtener financiamiento directo con costos menores.

Para un mejor desarrollo de este nuevo instrumento financiero, es necesario que se acentúe la estabilidad política, social y económica peruana reduciendo de esa manera el riesgo país, lo cual se plasmaría en la disminución de la tasa costo de oportunidad de los inversionistas internacionales, favoreciendo a la colocación de las emisiones realizadas.

BIBLIOGRAFIA

ARISTIZABAL TOBON, Gustavo

1992 "Introducción a la Titularización de Activos", pp 39, Edición conjunta Bolsa de Medellín y Ediciones Bancarias y Financieras Ltda., Santa Fe de Bogotá D.C., Colombia.

BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU

1984 "Terminología Monetaria ", pp 174, Banco Central de Reserva del Perú, Lima, Perú.

CASTELLARES AGUILAR, Rolando; DIAZ ORTEGA, Enrique; ROCCA CARBAJAL, Lilian;
VARGAS PIÑA, Julio

1998 "El ABC del Mercado de Capitales", pp 165, Ed. De la Fundación para el Desarrollo del Mercado de Capitales y Financiero, Lima, Perú.

CONASEV

1996 Ley del Mercado de Valores, aprobada mediante Decreto Legislativo N° 861.

CONASEV

1997 Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 001-97-EF/94.10.

CONASEV

2000 Conasev Memoria Anual 2000, pp 96, Fimart S.A.C. Editores e Impresores, Lima, Perú.

CONASEV

2000 Revista Valores Año X N° 34 Abril 2000, pp 28, Imágen S.A., Lima, Perú.

HERNANDEZ BAYLON, Hugo

1989 "Bolsa de Valores", Lima, Perú.

LOPEZ ALIAGA, Rafael y Lorenzo Sousa Debarbieri

1996 "Banca de Inversión en el Perú", pp 288, Servicio de publicaciones de la Universidad de Piura, Piura, Perú.

PAOLANTONIO, Martín E.

1994 "Fondos Comunes de Inversión, Mercado Financiero y Mercado de Capitales, Securitización o Titulización", pp 289, Ed. Depalma, Buenos Aires, Argentina.

SACHS, Jeffrey D. y Felipe Larraín B.

1994 "Macroeconomía en la Economía Global", pp 789, Ed. Prentice Hall Hispanoamérica S.A., México

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier

1998 "Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización", pp 327, Ed. Dykinson,
Madrid, España.