

**UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS** Fundada en 1551  
FACULTAD DE DERECHO Y CIENCIA POLÍTICA  
E.A.P. DE DERECHO

# Los procesos de titulación de activos

TESIS para optar el Título profesional de: ABOGADO

AUTOR

**DOMINGO ADOLFO PARIAMACHI ALVARADO**

ASESOR ERNESTO CRUZ GODO

**LIMA – PERÚ 2004**



<b>INTRODUCCIÓN .</b>	<b>1</b>
<b>CAPITULO I: MARCO TEORICO .</b>	<b>3</b>
<b>1.1.- EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO . .</b>	<b>3</b>
<b>1.2.- SITUACION DEL ACCESO AL FINACIAMIENTO EN EL PERU .</b>	<b>4</b>
<b>1.3.- MERCADO DE VALORES, MARCO CONCEPTUAL .</b>	<b>5</b>
<b>1.3.1.- EMISORES E INVERSIONISTAS .</b>	<b>6</b>
<b>1.3.2.- IMPORTANCIA DE LA REGULACIÓN PARA ATRAER INVERSIÓN AL MERCADO DE VALORES .</b>	<b>8</b>
<b>1.4.- SITUACIÓN DEL MERCADO DE VALORES PERUANO . .</b>	<b>8</b>
<b>CAPITULO II: DEFINICIÓN Y ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO .</b>	<b>11</b>
<b>2.1.- CONCEPTO .</b>	<b>11</b>
<b>2.2.- ORIGEN DEL FIDEICOMISO . .</b>	<b>14</b>
<b>2.3.- RÉGIMEN DE PROTECCIÓN DE LOS BIENES QUE CONFORMAN EL PATRIMONIO FIDEICOMETIDO. . .</b>	<b>15</b>
<b>2.4.- FIDEICOMISO COMO RELACIÓN JURÍDICA PATRIMONIAL .</b>	<b>15</b>
<b>2.4.1.- TRANSFERENCIA DE LA PROPIEDAD . .</b>	<b>16</b>
<b>2.4.2.- FORMA DE TRANSFERENCIA . .</b>	<b>17</b>
<b>2.5.- CARACTERÍSTICAS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO . .</b>	<b>18</b>
<b>2.6.- NATURALEZA JURÍDICA .</b>	<b>19</b>
<b>2.7.- FORMAS DE CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO . .</b>	<b>20</b>
<b>2.8.- PLAZO MÁXIMO DE DURACIÓN DEL FIDEICOMISO. .</b>	<b>21</b>
<b>2.9.- OTRAS CARACTERÍSTICAS Y ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO. . .</b>	<b>22</b>
<b>2.10.- PRINCIPALES MODALIDADES DE FIDEICOMISO . .</b>	<b>25</b>
<b>a) Fideicomiso Inmobiliario .</b>	<b>25</b>
<b>b) Fideicomiso en Garantía . .</b>	<b>26</b>
<b>c) Fideicomiso de Titulización .</b>	<b>27</b>
<b>d) Fideicomiso de Inversión . .</b>	<b>27</b>
<b>e) Fideicomiso de Administración. .</b>	<b>28</b>

<b>CAPITULO III.- EL PROCESO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS .</b>	<b>31</b>
<b>3.1.- EL PROCESO DE TITULIZACION .</b>	<b>31</b>
3.1.1.- EL CONCEPTO DE TITULIZACIÓN .	32
3.1.2.- ORIGEN DEL PROCESO Y CAUSAS DE DESARROLLO . .	34
3.1.3.- REQUISITOS PREVIOS PARA EL PROCESO . .	36
3.1.4.- CARACTERÍSTICAS BÁSICAS Y OPERACIONES EN EL PROCESO . .	36
3.1.5.- SUJETOS INTERVINIENTES .	38
3.1.6.- CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS EN LA TITULIZACIÓN .	45
3.1.7 ACTIVOS TITULIZABLES . .	47
<b>3.2.- EL PROCESO PERUANO Y SUS CARACTERÍSTICAS .</b>	<b>49</b>
3.2.1.- ANTECEDENTES .	49
3.2.2.- DEFINICIÓN EN LA LEGISLACIÓN PERUANA . .	49
3.2.3.- MODALIDADES DE TITULIZACIÓN EN EL PERU .	50
3.2.4.- PATRIMONIOS A CONSTITUIR .	52
3.2.5.- PRINCIPALES SUJETOS INTERVINIENTES, SU FUNCIÓN DE ACUERDO A NUESTRA LEGISLACIÓN .	52
3.2.6.- ACTIVOS TITULIZABLES DE ACUERDO A NUESTRA LEGISLACIÓN .	56
3.2.7.- VALORES POSIBLES DE SER EMITIDOS .	57
3.2.8.- Normas Regulatorias de los Procesos de Titulización de Activos .	58
3.2.9.- Apuntes o Aspectos Tributarios . .	58
<b>3.3.- Comentarios .</b>	<b>60</b>
<b>CAPITULO IV: ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO .</b>	<b>63</b>
<b>4.1.- LA CALIFICACIÓN CREDITICIA, RIESGO O RATING .</b>	<b>63</b>
4.1.1.- CONCEPTO Y APLICACIÓN .	63
4.1.2.- PROCESO DE CALIFICACIÓN . .	65
4.1.3.- CONSECUENCIAS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS .	67
4.1.4.- PRINCIPALES CALIFICACIONES CREDITICIAS. EQUIVALENCIAS .	68
4.1.5.- LA CALIFICACIÓN DE LAS EMISIONES DERIVADAS DE LA TITULIZACIÓN .	70
4.1.6.- RIESGOS . .	71

4.2.- LA MEJORA CREDITICIA . . .	73
4.2.1.- JUSTIFICACION . . .	73
4.2.2.- MEJORA CREDITICIA INTERNA . . .	74
4.2.3.- MEJORA CREDITICIA EXTERNA . . .	75
<b>CAPITULO V: ANÁLISIS DE LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN EN EL PERÚ HECHOS POR EMPRESAS PRIVADAS . . .</b>	<b>77</b>
5.1.- EL MERCADO Y LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ . . .	77
5.2.- FERREYROS S.A.A. . . .	80
5.2.1.- RUBRO DE LA EMPRESA . . .	80
5.2.2.- SITUACIÓN AL MOMENTO DE DECIDIR TITULIZAR. . .	80
5.2.3.- RAZONES DE LA TITULIZACIÓN . . .	80
5.2.4.- ESTRUCTURACIÓN <sup>122</sup> . . .	80
5.2.5.- RESULTADOS . . .	82
5.3.- CREDITÍTULOS SOCIEDAD TITULIZADORA S.A. . . .	83
5.3.1.- RUBRO DE LA EMPRESA . . .	83
5.3.2.- RAZONES DE LA TITULIZACIÓN . . .	83
5.3.3.- ESTRUCTURACIÓN . . .	83
5.3.4.- RESULTADOS . . .	84
5.4.- ALICORP S.A.A . . .	84
5.4.1.- RUBRO DE LA EMPRESA. . . .	85
5.4.2.- SITUACION AL MOMENTO DE DECIDIR TITULIZAR . . .	85
5.4.3.- ESTRUCTURACIÓN . . .	86
5.4.4.- RESULTADOS . . .	87
5.5.- QUÍMICA DEL PACÍFICO S.A. - QUIMPAC S.A. . . .	88
5.5.1.- RUBRO DE LA EMPRESA . . .	88

<sup>122</sup> El 23 de diciembre de 1997, Ferreyros S.A.A. (originador) celebró un contrato de fideicomiso de titulización con Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A (fiduciario), por medio del cual constituyó el "Patrimonio en fideicomiso -D.Leg. 861, Título XI, Ferreyros PFF, 1997-01" al que transfirió cuentas por cobrar de sus operaciones de venta al crédito de maquinaria y equipos que tenían un valor en libros de US\$ 14'792.974, a la cual se denominó "cartera inicial". Además, la empresa se obligó a transferir nuevas cuentas por co-brar que formarían lo que se denominó la "cartera profundada". En julio de 1998 se efectuó la colocación de los bonos de la serie A, por US\$ 17 millones a 2,5 años, con una tasa de interés de 7,94% y de la serie B, por US\$ 3 millones a 3,5 años, con una tasa de interés 8,25%. Constituyéndose en la Primera Titulización realizada en el Perú.

5.5.2.- RAZONES DE LA TITULIZACIÓN .	89
5.5.3.- ESTRUCTURACIÓN .	89
5.5.4.- RESULTADOS . .	91
5.6.- E. WONG S.A. & HIPERMERCADOS METRO S.A. .	92
5.6.1.- RUBRO DE LA EMPRESA .	92
5.6.2.- RAZONES DE LA TITULIZACIÓN .	92
5.6.3.- ESTRUCTURACIÓN .	94
5.6.4.- RESULTADOS DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS .	95
5.7.- EMPRESAS TITULIZADORAS EN EL PERÚ . .	97
CAPITULO VI:. LOS PROCESOS TITULIZACION EN OTROS PAISES . .	99
6.1.- LA TITULIZACIÓN EN CHILE .	99
6.2.- LA TITULIZACIÓN EN COLOMBIA . .	103
6.2.1.- ANTECEDENTES Y EVOLUCION .	103
6.2.2.- ESQUEMAS DE TITULIZACION EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA .	105
6.3.- LA TITULIZACIÓN EN ESPAÑA . .	106
6.3.1.- MARCO REGULATORIO .	107
CAPITULO VII: COMENTARIOS FINALES SOBRE EL PROCESO .	111
7.1.- ALGUNAS PRECISIONES . .	111
7.2.- LA TITULIZACIÓN Y SUS POSIBILIDADES .	114
7.3.- LA TITULIZACIÓN DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS EN EL PERÚ . .	115
CONCLUSIONES . .	119
BIBLIOGRAFÍA .	121
1. TEXTOS .	121
2. ARTÍCULOS .	123
3. TEXTOS DIGITALES CONSULTADOS .	124
4. NORMAS LEGALES . .	127

# INTRODUCCIÓN

El Proceso de Titulización de Activos es el tema central de estudio de la presente tesis, en su reconocimiento como alternativa eficaz de financiamiento y sus diversas proyecciones de desarrollo en la economía nuestro objetivo es demostrar su importancia.

Para ello en el primer capítulo efectuamos un previo estudio desde el punto de vista financiero, para luego en el segundo capítulo desarrollar los aspectos básicos del fideicomiso, base de la estructura del proceso estudiado.

Seguidamente en el capítulo III nos ocupamos del proceso en sí, efectuando el análisis de aspectos esenciales de éste, lo que continúa en los siguientes capítulos, estudiando la importancia de la administración del riesgo en el proceso, un análisis de los procesos de Titulización y las experiencias en otros países en los capítulos IV, V y VI.

En el capítulo VII se hacen algunos comentarios finales, observaciones de la investigación, se citan algunas propuestas, se analizan las perspectivas y posibilidades del proceso en el mercado hipotecario entre otros.

La principal dificultad hallada al comenzar a realizar esta tesis consistió en la casi inexistente producción bibliográfica nacional, y aunque existían varios artículos nacionales al respecto, ningún texto desarrollaba el tema a profundidad. Se utilizaron entonces textos españoles y colombianos junto con los artículos peruanos, haciéndose posible el avance de nuestra investigación, de otro lado, el aporte de los textos de internet fue fundamental en la recopilación de datos que dieron un sustento objetivo a nuestra investigación.

Luego, el hallazgo de algunas tesis sobre el tema, especialmente las elaboradas por la sección post – grado de la Universidad del Pacífico enriquecieron mucho nuestra búsqueda, puesto que demostraron la viabilidad del proceso financiero.

Ante el escaso desarrollo del proceso en el Perú fue muy importante observar experiencia de otros países, resaltando la española y colombiana.

Se realizaron breves entrevistas con algunos conocedores del mercado de capitales y la titulización de activos, queriendo resaltar a los profesores Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico Jesús Tong y Enrique Díaz Tong a quienes manifiesto mi agradecimiento y admiración. También me siento agradecido con el Dr. Ernesto Cruz Godo quien asesoró esta tesis con su conocida generosidad y competencia, a mi familia por su apoyo incondicional, a los amigos que colaboraron desinteresadamente con algunos artículos y datos, a Jessica, quien inesperadamente me facilitó una valiosa pista académica que me abrió las puertas de este interesante tema, dándome el gran impulso inicial en la realización del presente trabajo cuando algunas dudas me tentaban a desistir.

Finalmente, y no porque sea menos importante sino todo lo contrario, a mi madre quien se estaría orgullosa del esfuerzo realizado.

El autor de esta tesis espera que la misma contribuya modestamente a la profundización del estudio de este proceso financiero y se logre apreciar las posibilidades que brinda al financiamiento en general para futuras investigaciones en las que espero ser partícipe.

# CAPITULO I: MARCO TEORICO

## 1.1.- EL ACCESO AL FINANCIAMIENTO

El acceso al financiamiento es un elemento esencial en el proceso productivo de las empresas peruanas. En tal sentido es necesario desarrollar el Mercado de Capitales Peruano con el objetivo de que se constituya en una verdadera alternativa de financiamiento empresarial, a la cual también pueda acceder la pequeña y mediana empresa. Soy un convencido de que el rol del Estado como promotor es indispensable e inclusive debe participar, intentos de promoción ya se han dado <sup>1</sup>, en todos los niveles.

La falta de acceso a recursos de corto, mediano y largo plazo para el financiamiento de la actividad productiva se expresa de dos maneras: por un lado son pocas las pocas empresas que pueden acceder a fuentes de financiamiento encontrándose la mayoría marginada por elevado nivel de riesgo de crédito, lo que las obliga a un autofinanciamiento; y segundo por que las que acceden a fuentes de financiamiento lo hacen en condiciones poco favorables, afectando sus retornos. La mejora del riesgo no es cosa fácil de obtener en nuestro sistema peruano.

<sup>1</sup> Como la Consulta Ciudadana a la que se sometió el documento "Acceso a financiamiento a través del mercado de valores", en el 2001 por parte del Ministerio de Economía y Finanzas.

El problema del financiamiento se puede enfrentar con un marco legal promotor de las ofertas de financiamiento empresarial a través del mercado de valores, a fin de que se fortalezca como alternativa al sistema financiero que es tan caro. Es necesario abaratar los costos de transacción en las operaciones de financiamiento, promover la constitución de garantías y facilitar la recuperación de créditos rápida y efectivamente, con un sistema de garantías sólido y eficiente <sup>2</sup>. Debemos de tener en cuenta además la demanda potencial por parte de los inversionistas institucionales como las AFPs, que debe ser aprovechada.

Los factores negativos al respecto serían: la escala reducida de las empresas peruanas, la ausencia de prácticas de buen gobierno corporativo, poca flexibilidad en los parámetros de inversión de labs carteras de las AFPs, iliquidez del mercado secundario, entre otros.

## 1.2.- SITUACION DEL ACCESO AL FINANCIAMIENTO EN EL PERU

El acceso al financiamiento se convierte en uno de los mayores obstáculos para desarrollar la actividad empresarial en el país. Lo costoso del crédito en el Perú hace que pocas empresas puedan obtener tasas competitivas con el sistema bancario y es menor aún el número de aquellas que pueden financiarse a través del Mercado de Valores <sup>3</sup>. La gran mayoría de las empresas peruanas que acceden a financiamiento deben pagar altas tasas de interés, por lo que su rentabilidad se ve seriamente afectada. Existen diversos factores que afectan el acceso al financiamiento, siendo uno de ellos la falta de competencia entre de fuentes alternativas de financiamiento, en ese sentido el Mercado de Valores y el Sistema Bancario, como componentes del mercado financiero, deben buscar sinergia y complementariedad a través de la reducción de los costos de transacción y de información <sup>4</sup> a fin de contribuir a la acumulación de capital y el consecuente crecimiento económico al largo plazo.

Lamentablemente, el sistema bancario doméstico no ha desempeñado un papel trascendental en el financiamiento del sector empresarial. Los altos grados de intervencionismo enfrentados en el pasado (reflejados en medidas como restricciones a la movilidad internacional de capitales, el control de cambios o la fijación de límites a las tasas de interés y la elevada inflación) determinaron en su momento un proceso de

<sup>2</sup> "Facilitando el acceso al crédito, mediante un sistema eficaz de garantías reales" : <http://transparencia-economica.mef.gob.pe/documento/doc/dt6.pdf>, Documento de Trabajo del Ministerio de Economía y Finanzas publicado el 13 de Julio del 2001 en el Diario El Peruano.

<sup>3</sup> Por lo que el retorno de su inversión se ve seriamente afectado, limitación grave ya que en un mundo globalizado nuestras empresas deben competir con empresas extranjeras que acceden a financiamiento en condiciones más favorable.

<sup>4</sup> Falta desarrollo al respecto en nuestro mercado.

represión financiera. En ese contexto, los créditos del sistema bancario tuvieron que ser restringidos ante la reducción de los montos reales de depósitos.

Sin embargo, el programa de estabilización y las reformas estructurales realizadas en la economía a partir de 1990 propiciaron un cambio considerable y el sistema bancario, que fue adquiriendo una mayor relevancia como fuente de financiamiento empresarial, sin embargo, comprado a otros países su trascendencia en mucho menor.

De manera general, una empresa tiene varias maneras de financiarse. Por un lado, está el financiamiento para las inversiones a mediano o largo plazo, como ocurre con el endeudamiento para la adquisición de activos fijos por ejemplo, y por otro lado está el capital de trabajo que una empresa requiere para financiar su actividad diaria y así generar ingresos.

Además, pueden obtener financiamiento con el capital social que proviene de los socios de la empresa.

Sin embargo, lo mencionado no puede satisfacer todas las necesidades de financiamiento de la empresa. Es por ello que las empresas requieren financiamiento externo, es decir, se endeudan. Esta clase de financiamiento puede ser obtenido de varias fuentes, dependiendo de quién lo solicita y para qué finalidad. La fuente tradicional de financiamiento en el Perú es el sistema bancario, al cual se acude para obtener préstamos de corto, mediano y largo plazo.

Existen fuentes de financiamiento distintas pero que en la realidad peruana no constituyen una verdadera alternativa al financiamiento bancario, como es el caso del financiamiento directo de los proveedores y el endeudamiento a través del mercado de valores (bonos corporativos y papeles de corto plazo).

El riesgo de crédito es otro gran problema, debido a diversas causas, falta de ordenamiento contable, el riesgo-país, los niveles de competencia, historia crediticia, posicionamiento en el mercado, el riesgo de cumplimiento, éste a resaltar ya que cuando mayor sea la posibilidad de recuperar el dinero que se presta, menor será el costo a prestar y la tasa de interés. Algunos de estos factores dependen del manejo macroeconómico o de coyunturas de orden político o financiero nacional e internacional.

En resumen, para facilitar el acceso al financiamiento empresarial se debe impulsar el mercado de capitales como fuente alternativa de financiamiento, así como rediseñar un sistema de garantías reales eficiente que reduzca los costos de transacción y que permita una rápida y efectiva recuperación de los créditos.

### **1.3.- MERCADO DE VALORES, MARCO CONCEPTUAL**

Con su carácter público y abierto, el mercado de valores es un mecanismo efectivo para democratizar el crédito y la inversión.

Primero definamos el Mercado Financiero, como un ente en que aquellas empresas o personas que requieren capital lo tomen de aquellas que lo tienen disponible, es decir,

se canalice el ahorro interno y externo de las empresas. Dentro de él, los bancos básicamente tienen su negocio entre la diferencia de las tasas pasivas y activas de interés, como retribución por ser éste quien responde ante quienes le confiaron su dinero (ahorristas que depositan su dinero y reciben un interés, que para el banco es tasa pasiva), así como por asumir el riesgo de recuperación de dinero prestado (a los prestatarios que reciben dinero y pagan un interés, que para el banco es tasa activa).

Frente a la banca el Mercado de Valores resulta más complejo e interactivo, si bien es cierto que la Banca incursiona en la Bolsa de Valores y Productos y el concepto de moderno de banca hoy se basa también en los servicios, el funcionamiento de la banca "clásica" se mantiene vigente, ante ello, el Mercado de Valores resulta como una gran fuente de financiamiento e inversión alternativa (la banca también ofrece diversas alternativas, como los créditos hipotecarios, cuentas de ahorro de diferentes características, etc.) con diversas propuestas de financiamiento de acuerdo a las distintas necesidades que puedan tener los emisores o los inversionistas, en términos de rendimiento, liquidez y riesgo. En sus emisiones se observa la gran diferencia que existe en la formación del precio de los activos negociados, que son el resultado del encuentro directo entre la oferta y la demanda de financiamiento, siendo necesario impulsar las garantías de apertura de información, exigir altos estándares contables y una penalización realmente efectiva del uso de información privilegiada.

Otra gran diferencia es la manera de intermediación que se da en cada área financiera, mientras que en el banco el depositante no sabe a donde va el dinero y el prestatario no sabe de donde viene, y el banco asume el riesgo en ambos casos, en el Mercado de Valores interactúan de manera directa la empresa que capta recursos y el inversionista que se los proporciona, esto es lo que se denomina "Intermediación Directa", mientras en la Banca se daría la "Intermediación Indirecta". He aquí un punto importante, ya que, si el Mercado de Valores no tiene el componente de la intermediación indirecta, en principio y bajo ciertas condiciones será un fuente más barata de financiamiento, dado que el banco al intermediar entre depositantes y prestatarios es responsable de los fondos y de los riesgos asociados, lo que se traduce en la reducción de la retribución de los depósitos y el incremento de las tasas de operaciones del crédito. A ello hay que agregar el margen de utilidad para el banco. De allí la afirmación que un Mercado de Valores eficiente permitirá que los emisores puedan financiarse a un menor costo y que los inversionistas reciban una mejor retribución por su dinero <sup>5</sup>.

El desarrollo del sistema bancario frente al del mercado de valores determina la estructura financiera de un país. La legislación, en ese sentido, debe buscar un adecuado balance entre ambos sistemas definiendo áreas de competencia o participación para instituciones de diversos tipos.

### 1.3.1.- EMISORES E INVERSIONISTAS

---

En el mercado peruano, empresas de diversos sectores emiten valores para obtener

<sup>5</sup> Hay que anotar que, en el Perú, la diferencia o *spread* entre las tasas de interés activas y las tasas de interés pasivas, es elevado con relación a términos internacionales.

recursos, siendo que las emisiones han fluctuado entre \$5 y \$100 millones en cada oportunidad.

En términos generales, el emisor de títulos requiere de tres características: Primero, debe tener el perfil adecuado como para poder convencer a los inversionistas que le entreguen sus recursos, lo que significa tener condiciones atractivas de liquidez, rentabilidad y riesgo. Debe tener la capacidad de dar información veraz suficiente y oportuna<sup>6</sup>. Segundo, las necesidades de financiamiento deben tener la dimensión necesaria que permita diluir los costos de transacción propios del mercado de valores, es decir, que la empresa pueda asumir los costos de transacción sin que la rentabilidad de su oferta pierda atractivo para el inversionista (justificándose emisiones de más de \$10 millones), lo que significa que las empresas medianas y pequeñas (ni mencionar las Pymes) tienen limitado el acceso. Es en este sentido la legislación debe contribuir contemplando mecanismos que reduzcan los costos de transacción, como el desarrollo de vehículos intermedios (fondos de capital de riesgo, fideicomisos, entre otros) y esquemas de garantías, a efectos de hacer viable la incorporación de la pequeña y mediana empresa al mercado de valores. Tercero, el emisor deberá estar en condiciones de responder frente a cualquier inconveniente o reclamo que pudieran tener los inversionistas que adquieren sus títulos.

Lo emitido se concentra en la oferta pública de bonos, de acciones e instrumentos de corto plazo, por las emisiones del sector público, y por las emisiones societarias (ofertas privadas de acciones y reexpresiones del capital).

El Inversionista puede ser cualquier ciudadano con un excedente de dinero para invertir en títulos en el Mercado de Valores - acciones e instrumentos de deuda - con el objetivo de obtener una rentabilidad en su inversión. La información necesaria para el inversionista será mucho mayor que la que sería para el simple ahorrista del sistema bancario que requiere conocer las tasas de interés y gastos de mantenimiento de cuenta y otros. Sin embargo en el mercado de valores será diferente porque será el inversionista y no el banco el que correrá el riesgo de una mala inversión.

Además del público en general existen inversionistas especializados que operan a escala reuniendo grandes cantidades de dinero e información necesaria para invertir diversificando en riesgo y haciendo mejores inversiones. A ellos se les conoce como "inversionistas institucionales", como los sistemas previsionales (AFPs y otros fondos estatales), los bancos, las compañías de seguros, los fondos mutuos de inversión en valores y los fondos de inversión. Estos actores tienen en común el manejo de importantes sumas de dinero sobre las cuales deben obtener una rentabilidad<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Con adecuados prospectos informativos.

<sup>7</sup> Los inversionistas son 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). Si una empresa emite valores sin tener estas clasificaciones, no los comprarían o exigirían una prima por riesgo que haga que a la empresa ya no le sea atractiva realizar la emisión.

### **1.3.2.- IMPORTANCIA DE LA REGULACIÓN PARA ATRAER INVERSIÓN AL MERCADO DE VALORES**

---

La demanda de títulos, la liquidez del mercado de valores y, en general, la disponibilidad de recursos para cubrir la oferta de títulos valores dependerá en gran medida de los límites, parámetros y reglas que la regulación imponga a los administradores de fondos de pensiones, fondos mutuos de inversión en valores y fondos de inversión. En este sentido, es importante que la regulación sea efectiva para proteger los recursos del público que estos mecanismos administran pero sin que esto reste liquidez al mercado de valores ni restrinja el desarrollo de nuevas alternativas de financiamiento e inversión.

Es necesario destacar la importancia del buen gobierno corporativo, pues si antes la mayoría de las principales empresas peruanas se caracterizaron por concentrar su estructura accionaria y manejo gerencial en manos de grupos familiares en un marco legal societario interesado únicamente en regular sociedades anónimas cerradas hoy se han introducido mecanismos de control de gerencia, de protección al accionista minoritario y de información al inversionista adecuándose al nuevo perfil de la empresa que se requiere en un economía globalizada. Las normas del buen gobierno corporativo obligan a las empresas por ejemplo, a elevar el estándar del manejo administrativo, a contratar auditorías, a profesionalizar el manejo de su contabilidad.

La inversión extranjera reviste singular importancia para el desarrollo del mercado de valores, entre otras razones, porque ayuda a cubrir los requerimientos de capital de las empresas locales y aumenta la liquidez del mercado secundario de valores. Además, genera una competencia con los inversionistas locales por captar los títulos más atractivos, elevando de alguna manera su valor.

El escenario se presenta altamente globalizado y competitivo, situación que es impulsada por los avances en la tecnología y en particular por la creciente participación de Internet en las diferentes actividades financieras. La ausencia de barreras promovida por Internet facilita el flujo de capitales hacia los mercados más eficientes, y viene presionando a los principales participantes en la necesidad de redefinir su rol y estrategia de desarrollo.

Se observa una fuerte tendencia hacia la concentración de la liquidez en pocos centros financieros, por otro lado, también se observan cambios importantes en las empresas y sus posibilidades de financiamiento a través de los mercados de valores, surgen empresas globalizadas, que se consolidan con el fin de operar en múltiples mercados y acceder a mayores alternativas de financiamiento y en mejores condiciones.

## **1.4.- SITUACIÓN DEL MERCADO DE VALORES PERUANO**

El mercado de valores peruano experimentó durante los últimos años un importante dinamismo, el cual se vio favorecido por el éxito alcanzado en la aplicación de las reformas estructurales que orientaron a la economía peruana hacia su integración al mundo globalizado. Contribuyeron en este desarrollo, la consecución de la estabilidad macroeconómica y el retorno a la senda del crecimiento sostenido, la liberalización del mercado de capitales, el trato equitativo a los inversionistas nacionales y extranjeros, y la promulgación de normas legales y tributarias adecuadas para el desarrollo del mercado en un contexto de transparencia y modernidad.

Entre los principales temas regulados en los últimos años destacan el proceso de titulación de activos, los fondos mutuos de inversión en valores y sus sociedades administradoras, las Instituciones de Compensación y Liquidación de Valores, las Empresas Clasificadoras de Riesgo, los Agentes de Intermediación, entre otros.

En cuanto a los limitantes, la oferta pública primaria de valores e incorporación de nuevos emisores al mercado de valores peruano es a una escala reducida para pocas compañías que conforman el sector empresarial.

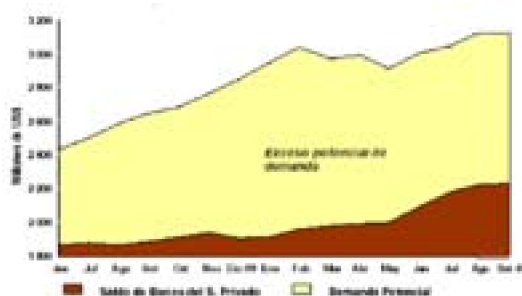
Los inversionistas institucionales locales mantienen un comportamiento conservador. Por un lado, existen emisiones por montos pequeños que resultan poco atractivas, y por otro sólo eligen invertir en títulos de muy bajo riesgo.

Es conocido que las empresas del sector empresarial emplean regularmente títulos valores no mobiliarios como medios de pago a sus proveedores, especialmente letras de cambio, que en la mayoría de casos son descontadas a través del sistema bancario.

Otro problema es la falta de un mercado hipotecario en el Perú, de acuerdo a estimaciones realizadas por la International Finance Corporation (IFC)<sup>33</sup>, en promedio, cada año hasta el 2005, existirá una demanda por 250 mil viviendas en todo el país; por lo que todo proyecto que en la actualidad se realiza es aún insuficiente.

Los beneficios de contar con un mercado de valores hipotecarios son ampliamente conocidos. Por un lado, permite el acceso relativamente barato y simple a capitales de largo plazo para financiar la compra de viviendas, con el consiguiente efecto multiplicador en el sector real de la economía; manejo eficiente del crédito y de riesgo; un movimiento óptimo de capitales; y compatibilidad de las necesidades de los ofertantes y demandantes de recursos de largo plazo.

En cuanto a la demanda de valores, los fondos administrados por los principales inversionistas institucionales en nuestro mercado han venido creciendo a un mayor ritmo que la oferta de nuevos valores en los últimos años, lo cual ha derivado en un exceso de demanda por valores; siendo el exceso de demanda de bonos de los principales inversionistas institucionales de US\$ 879,6 millones, a septiembre de 2000.



*Cuadro 1: Oferta vs. Demanda Potencial de Bonos de Principales Inversionistas Institucionales.*

Fuente: Resultado de la Consulta Ciudadana "Acceso a financiamiento a través del mercado de valores", realizada en el 2001 por parte del Ministerio de Economía y Finanzas.

Entonces, dentro de las necesidades de nuestro mercado figura la necesidad de nuevos inversionistas. En cuanto a los inversionistas nacionales y extranjeros que participan en procesos de privatización o de concesión ellos pueden encontrar en el mercado de valores un vehículo eficiente para la captación de recursos que les permita cumplir con los compromisos de inversión establecidos comúnmente en dichos procesos.

Es necesario promover también el desarrollo de un mercado secundario líquido, para que los inversionistas que participan en el mercado primario puedan vender los valores adquiridos rápidamente.

Por lo expuesto, se ha considerado desarrollar la Titulización de Activos como uno de los medios de obtención de financiamiento y demostrar su importancia por la adecuada administración del riesgo en su estructura, pese a su escaso desarrollo en nuestro país<sup>8</sup>.

Hay que reiterar que La Titulización tiene un carácter interdisciplinario, pues tiene aspectos económicos, jurídicos e institucionales.

Debemos tocar además los importantes aspectos propios de todo problema financiero, en el que están presentes el contrato que lo origina, el proceso en sí, el riesgo, la liquidez y la rentabilidad, elementos básicos para un enfoque interdisciplinario.

---

<sup>8</sup> Existen ya las primeras evaluaciones del proceso, resaltando como causas de su escaso desarrollo los elevados costos y la cantidad de aspectos financieros necesarios que deben coincidir para su viabilidad, Enrique Díaz Ortega, Titulización en el Perú: Escasos Logros. Artículo Publicado en Internet.

# CAPITULO II: DEFINICIÓN Y ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO

## 2.1.- CONCEPTO

Bravo Melgar <sup>9</sup> considera que el Fideicomiso es un contrato, puesto que enmarca la voluntad de dos o más personas para crear, transmitir, reconocer, declarar, modificar o extinguir derechos y obligaciones.

Arias –Schreiber Pezet <sup>10</sup> indica que de una definición extraemos los siguientes elementos:

a) Comporta una relación jurídica y se expresa unilateralmente, a través del testamento, o bilateralmente, en función de un contrato.

b) Se conoce como fideicomitente al propietario de un bien o bienes que transfiere su propiedad a favor de otro sujeto, llamado fiduciario.

<sup>9</sup> Bravo Melgar, Sydney Alex. Contratos Modernos Empresariales. tomo I, Editora FecaT, Lima,1997, p 81.

<sup>10</sup> Arias Schreiber Pezet. Los Contratos Modernos, Tomo II, primera edición, Gaceta Jurídica, Lima 1996,p 75-76.

c) Esta transferencia no tiene todos los atributos de la propiedad, (no funciona el *ius abutendi* y no es perpetua sino temporal) y surge condicionada a que el fiduciario utilice dichos bienes en el destino previsto en el instrumento constitutivo.

d) La utilización puede ser a favor del fideicomitente o de un tercero, que es el fideicomisario.

Según L. Carlos Dávalos Mejía: “en virtud del fideicomiso el fideicomitente designa ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de ese fin a una institución fiduciaria. El fideicomiso será válido aunque se constituya sin señalar fideicomisario”. Del anterior esbozo se desprenden las características esenciales del fideicomiso:

- Afectación de parte de un patrimonio a la realización de un fin.
- Fin que deberá ser lícito y en todo caso determinado.
- Realización del fin no queda a cargo de aquél que se desprendió de ciertos bienes, sino a cargo de una institución fiduciaria, exclusivamente.
- Realización de tal fin podrá o no tener un destinatario específico, el cual en la materia se le denomina fideicomisario “<sup>11</sup>

Es con el Decreto Legislativo N° 770 Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, donde se inicia la regulación de esta institución, siendo luego relevada por la Ley N° 26702 Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (la cual se da un mes y medio después de la Ley de Mercado de Valores actual) y el Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios (Resolución N° 1010-99-SBS de fecha 1-11-99).

De acuerdo a lo establecido por el artículo 241 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, el fideicomiso es una relación jurídica por la cual el fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominada fiduciario, para la constitución de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto al cumplimiento de un fin específico a favor del fideicomitente o un tercero denominado fideicomisario.

Para analizar esta definición, en primer lugar, debemos indicar que en el fideicomiso pueden intervenir las siguientes partes:

a) El Fideicomitente: que es el propietario de los bienes o el titular de los derechos que serán transferidos en fideicomiso, quien para efectos de poder celebrar esta operación requiere contar necesariamente con la facultad de disposición de los bienes o derechos que transmita en fideicomiso.

b) El Fiduciario: que es la sociedad especializada que cuenta con autorización de la autoridad competente para desempeñarse como titular de los bienes que se transfieren, así como la responsable de llevar a cabo todos los actos y operaciones necesarios para cumplir la finalidad del fideicomiso.

Conforme a lo señalado por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, pueden desempeñarse como fiduciarios (i) la Corporación Financiera de

<sup>11</sup> Arias Schreiber Peste, *Ibidem*, p 75-76.

Desarrollo S.A. (COFIDE), (ii) las empresas de operaciones múltiples, (iii) las empresas de servicios fiduciarios, y (iv) las empresas de seguros y reaseguros que hubiesen obtenido la autorización de funcionamiento para llevar a cabo este tipo de operaciones.

Adicionalmente, también pueden ser fiduciarios las sociedades tituladoras en los casos de fideicomisos de titulización.

Una característica importante respecto a las fiduciarias se encuentra referida al hecho de que el desarrollo de sus operaciones y actividades se encuentra supervisado y controlado, según sea el caso, por la Comisión Nacional Supervisora de empresas y Valores (CONASEV) o por la Superintendencia de Banca y Seguros. Esta situación, creemos, incorpora un elemento de seguridad y solvencia en el desarrollo de las operaciones y actividades a cargo de estas sociedades, circunstancia que debe contribuir en una buena medida a lograr su desarrollo futuro.

c) Beneficiario del Fideicomiso: que es la persona o personas a quienes va a beneficiar el cumplimiento de la finalidad establecida en el fideicomiso. De acuerdo a la definición contenida en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, el mismo fideicomitente puede ser beneficiario del fideicomiso, o una tercera persona, en cuyo caso, esta última será denominada "fideicomisario".

Asimismo, se dispone que el fideicomiso puede ser establecido a favor de personas indeterminadas que reúnan ciertas condiciones o requisitos, o del público en general. Para ello, se exige que en el documento de constitución del fideicomiso se indiquen los medios adecuados, así como las demás disposiciones que resulten necesarias para poder establecer con certeza, llegado el caso, a los beneficiarios del fideicomiso.

También se permite que se constituyan fideicomisos a favor o en beneficio de varias personas que se vayan sustituyendo en forma sucesiva, ya sea por muerte de la anterior o por cualquier otra causa o evento, siempre que la sustitución se dé a favor de personas que existan cuando quede expedito el derecho del primer designado.

Finalmente, debe tenerse en consideración que cuando el fideicomisario interviene en el documento constitutivo del fideicomiso que se celebre, adquiere título propio los derechos que en el mismo se establezcan a su favor, por lo que en estos casos el contenido y alcance de los documentos de constitución del mismo no pueden ser modificados o dejados sin efecto sin contar con su consentimiento.

Por otro lado, en la definición de fideicomiso se establece que el fideicomitente transfiere al fiduciario los bienes fideicometidos en fideicomiso (en fiducia), los que quedan sometidos a su dominio fiduciario. En tal sentido, debemos tener en consideración este elemento típico del fideicomiso, referido al hecho de que la transferencia de los bienes se efectúa como un de los medios requeridos por la sociedad fiduciaria para poder cumplir con la finalidad establecida en el documento constitutivo del fideicomiso, y no como un fin mismo de la operación.

Ahora bien, en lo que respecta a la finalidad del fideicomiso, debemos indicar que la misma puede encontrarse referida a cualquier supuesto que podamos imaginar o requerir, con la única limitación de que dicha finalidad deber ser lícita. Esta característica del fideicomiso, consideramos, ofrece un elemento que puede determinar el interés de los

agentes económicos y de las personas en general para efectos de decidir su utilización, ya que el fideicomiso puede establecerse con la finalidad de satisfacer cualquier necesidad que pudiesen tener los agentes económicos y las personas en general. De acuerdo a ello, esta figura podrá ser utilizada en cualquier situación o evento que podamos imaginarnos.

Finalmente, queremos referirnos a un elemento contenido en la definición del fideicomiso referido al hecho de que sólo pueden intervenir en ellos como fiduciarios, las sociedades autorizadas por la autoridad competente para ello. En tal sentido, para efectos de lograr su desarrollo y difusión resulta necesario que, además de contar con disposiciones regulatorias adecuadas, se constituyan sociedades especializadas que desarrollen y ofrezcan este tipo de productos en condiciones ventajosas y atractivas para los agentes económicos y permitan reemplazar en forma adecuada a las modalidades contractuales que, en la actualidad, vienen siendo utilizadas.

## 2.2.- ORIGEN DEL FIDEICOMISO

Se señala que tuvo su origen como encargo de liberalidad mortis causa, sin sanción jurídica, en Roma. Luego el emperador Augusto, lo sometió a un control jurisdiccional de los cónsules, que pronto fue transferido a unos pretores especiales para las causas fideicomisarias, pero su conversión en institución jurídica acabaría por confundirla con los legados, de tal suerte que los fideicomisos de simple disposición directa de bienes singulares acabaron por perder su nombre confundidos con los legados que cumplían el mismo fin y el término “fideicomiso”, sólo subsistió para designar las substituciones fideicomisarias, pues el fin de estos no resultaba alcanzable con la forma de los legados.

Las substituciones fideicomisarias fueron abolidas por la revolución francesa y se obvió con el Código Napoleónico.

El fideicomiso, conocido también como fiducia, fue utilizada también en el derecho Romano clásico, mediante acciones asimiladas a la buena fe “la actio fiduciac”, más el negocio se limitaba a un grupo muy reducido de cosas (inmuebles, los esclavos y los animales de rito y carga” vale decir los re mancipi de tal manera que cuando desapareció la especialidad de esas cosas objeto de mancipación en el derecho romano post-clásico, la fiduciaria careció de objeto y por eso quedó abolida por Justiniano, como quedaron abolidas los fideicomisos por la revolución francesa.

Los Romanos no llamaban fiduciario a la persona encargada de cumplir el fideicomiso, sino que para referirse a ella, usaban circunloquios como de aquel a cuya lealtad (fides) se hace el encargo o aquel de quien se deja fideicomiso, pero la doctrina ulterior tendió a hablar del fiduciario, como el papel del encargado de cumplir el destino de una enajenación fiduciaria intervivos. Esto genera ambigüedad en el término fiduciario.

## **2.3.- RÉGIMEN DE PROTECCIÓN DE LOS BIENES QUE CONFORMAN EL PATRIMONIO FIDEICOMETIDO.**

La Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros efectúa una precisión importante respecto a la titularidad de los bienes que son objeto de un fideicomiso. Señala que los bienes que son transmitidos en fideicomiso constituyen un patrimonio autónomo, el cual es distinto del patrimonio del fideicomitente, del fiduciario, del fideicomisario y en su caso, del destinatario de los bienes remanentes.

De acuerdo a ello, debemos tener en cuenta que el bien o los derechos que se transfieren en fideicomiso constituyen un patrimonio autónomo y diferente del patrimonio general del fiduciario.

En este contexto, el patrimonio fideicometido no responde ni podrá encontrarse afectado por las obligaciones del fiduciario, del fideicomitente o, de ser el caso, de sus herederos. Respecto a los fideicomisarios, tal responsabilidad tampoco se podrá extender sobre los bienes del fideicomiso, sino sólo respecto de los frutos o las prestaciones que se encuentren a su disposición derivadas del fideicomiso, pero en ningún caso, al patrimonio fideicometido mismo.

Así, la única afectación que puede recaer sobre los bienes o derechos que integran el patrimonio fideicometido se puede encontrar referida a las obligaciones y responsabilidades que el fiduciario contraiga en ejercicio del dominio fiduciario, derivadas de los actos que éste realice para el cumplimiento de la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso, así como respecto de todas aquellas obligaciones y responsabilidades que hubiesen sido previstas en su documento constitutivo.

En consecuencia, resulta claro que los bienes o derechos que forman parte del patrimonio fideicometido no pueden ser objeto de ninguna medida judicial o extrajudicial en relación a las obligaciones y responsabilidades de ninguna de las partes intervinientes en el contrato, salvo en los siguientes casos:

- Cuando las obligaciones o las responsabilidades de las que se trate se refieran a aquellas asumidas por el fiduciario en el ejercicio del dominio fiduciario y se deriven de los actos que efectúe para el cumplimiento de la finalidad para la cual se ha constituido el fideicomiso.

- Cuando se trate de obligaciones y responsabilidades que hubiesen sido previstas en el documento constitutivo del mismo; y

- Cuando se trate del fideicomisario, respecto a los frutos o las prestaciones que se encuentren a su disposición derivados del fideicomiso.

## **2.4.- FIDEICOMISO COMO RELACIÓN JURÍDICA**

## PATRIMONIAL

### 2.4.1.- TRANSFERENCIA DE LA PROPIEDAD

---

El Dr Stewart Balbuena <sup>12</sup> sostiene que en el análisis del negocio jurídico fiduciario la confianza con que actúa el fideicomitente se concreta mediante la transferencia de la propiedad de determinados bienes o derechos patrimoniales sobre lo que ejerza titularidad activa en favor del fiduciario, como un elemento objetivo configurante del negocio fiduciario; tan así lo es, que si no hubiera tal transferencia, la confianza, el elemento subjetivo esencial del acto jurídico fiduciario mismo, sería desvirtuado, inexistente, pues «quedarían, en manos del transmitente propietario, las acciones reivindicatoria y negatoria y, en general, todas las inherentes al dominus».

También se ha evidenciado anteriormente que, aunque imprescindible para la realización del negocio fiduciario, la transferencia de propiedad no constituye su fin sino únicamente el medio que han escogido las partes para lograr el beneficio de tercero a través del cumplimiento de una obligación contraída paralelamente a la recepción de la titularidad por el fiduciario. De aquí que unos concibieran la transferencia como un exceso en el medio empleado para alcanzar el fin, lo que es precisamente otra característica de la presencia de la fides en el negocio fiduciario, según igualmente se ha analizado antes. Otros han expresado que se trata de una propiedad plena del fiduciario frente a todos, menos ante el fideicomitente, en especial con relación a «su normal ejercicio y en sus efectos».

El fin de la transferencia es la dación del bien al tercero o su uso en beneficio del tercero; en otros términos, la propiedad que se transfiere puede considerarse condicionada, es decir, sujeta a condición resolutoria; o imperfecta, pues le falta alguno o algunos de los elementos de la propiedad tradicional, de acuerdo con sus antecedentes románticos. Para Ennerccerus, el fiduciario recibe el bien o el derecho materia del fideicomiso en propiedad pero con un fin económico diferente al propio beneficio, pues se trata del de tercero.

Lo expresado confirma que los fines de dar y hacer a favor de un beneficiario por parte del fiduciario, son, teleológicamente, los fines a los cuales se conduce la voluntad y, por lo tanto, la transferencia de propiedad, como se ha expresado, es únicamente operativa o considerada como el mejor medio para lograrlos, a criterio de las partes. Los bienes o derechos sobre los que versa, son activos patrimoniales cuya óptima utilización económica se procura, de acuerdo, otra vez con la voluntad de las partes.

Sin embargo, con rigor económico, es posible afirmar que el patrimonio del fideicomitente se modifica únicamente en términos de la composición de los activos que lo integran pero no en cuanto a su valor absoluto. Ocurre este fenómeno por cuanto transfiere el derecho real de propiedad al fiduciario pero recibe de éste un derecho personal equivalente, lo que deja inalterable matemáticamente el monto total activo del

---

<sup>12</sup> Stewart Balbuena. El Fideicomiso como negocio jurídico. Primera Edición, Grijley, Lima, 1996, p 89.

referido fideicomitente.

Por otra parte, los bienes o derechos recibidos por el fiduciario en propiedad y, en consecuencia, ingresados a su activo patrimonial. Generan a su vez un pasivo equivalente conformado por la obligación de dar o hacer a favor de tercero que contrae con el fideicomitente. Esto, como es lógico, quiere decir que, si bien se incrementa su activo, su pasivo crece por el mismo monto, manteniéndose, en consecuencia inalterable la cuantía patrimonial neta.

No obstante haberse producido esas inalterables patrimoniales para las partes, se procura, y tal es el fin de la relación jurídico-patrimonial fiduciaria, el beneficio económico del tercero, el fideicomisario, lo cual hace manifiesto un resultado positivo que prácticamente ha carecido de costo patrimonial para las partes que lo procuran: el único patrimonio que crece es el de este beneficiario, resultado económico que es el que las partes procuran mediante el manejo neutro de sus respectivos patrimonios.

Puede cuestionarse el raciocinio precedente, en cuanto respecta al cambio resultante de la enajenación en el patrimonio del fideicomitente pues está cambiando un bien de su activo que tiene valor en sí mismo, intrínsecamente, por un crédito personal contra el fiduciario que puede considerarse sólo potencialmente equivalente, ya que lo será realmente en tanto éste cumpla la obligación que contrae. El fideicomitente así lo cree: aquí está su fides, esencial en este negocio jurídico.

De lo expresado, cabe deducir que la propiedad que recibe el fiduciario no es la plena in re potestas, sino una sólo aplicable al fin de beneficio de tercero a que se ha obligado.

La doctrina discute la naturaleza de esta relación dominal distinta a la clásica: la propiedad fiduciaria.

## **2.4.2.- FORMA DE TRANSFERENCIA**

---

Cuando se trata de una transferencia de dominio, necesariamente, ha de visualizarse la forma en que ésta se ha de producir, ya sea por mandato legal o por acuerdo de voluntades. Hay transferencias de propiedad en las que la ley establece, mandatoriamente, la forma; en otros casos, es la autonomía de la voluntad de las partes la que, por consenso, decide cómo han de celebrar la transferencia. Lo que es indispensable es que ella se produzca sin ninguna duda para las partes, ni para terceros que pudieran tener o alegar legítimo interés.

El Código Civil peruano es liberal al establecer que, si no existe forma legal específica, las partes pueden decidirla libremente para la realización de los actos y contratos, configurándose éstos, luego de obtenido el acuerdo pleno, comprobable y recíprocamente exigible; precisamente, por tanto, es necesario asegurarse los aspectos formales, cuando se trata de un acto de tal trascendencia como lo es una transferencia de propiedad.

Sin duda, para tal efecto y, en primer término, es necesario determinar si se trata de la transferencia de propiedad de bienes muebles o inmuebles, debiéndose recordar que

se admite jurídica y universalmente que los títulos representativos de valores son tratados como bienes muebles.

En el caso de la transferencia de bien inmueble originada en un acto jurídico fiduciario, es exigida la forma solemne de la transferencia de propiedad de los bienes inmuebles: en el Perú, como en la mayoría de los países que se adhieren al sistema románico de derecho, la solemnidad se concreta mediante la escritura pública que, para efecto de su validez erga omnes, se complementa con la inscripción registral. Estas formalidades no existen en términos genéricos para las transferencias de inmuebles, pues, como señalamos, la forma es en principio libre y la transferencia opera por el solo consentimiento.

Con respecto a los bienes muebles, cuya transferencia se efectúa por la mera traditio, en general, opera también la libre forma consensual, siendo conveniente que ambas partes la escojan con el criterio de utilización eficaz ad probationem. En el caso específico de los títulos-valores y los demás instrumentos que se asimilan jurídicamente a ellos, la transferencia opera mediante el endoso.

No obstante lo expresado, es necesario recordar que, al tratarse de acuerdos de voluntades con prestaciones recíprocas, éstas deben quedar debidamente establecidas en cuanto al indispensable equilibrio que entre ellas deben guardar, en especial, cuando se trata de una transferencia atípica, en el sentido de no corresponder a las tradicionales como la compraventa o la donación.

En el negocio fiduciario intervivos, corresponde al fideicomitente la prestación, consistente en la transferencia del bien; al fiduciario, quien resulta el accipiens, la contraprestación que ha de consistir en el reconocimiento pleno de las obligaciones que asume a favor del mismo fideicomitente o del tercero que él establezca como fideicomisario o beneficiario, es decir, el dare o el facere. La valorización de las prestaciones ha de ser equivalente con lo cual se logrará el pleno equilibrio prestacional.

## 2.5.- CARACTERÍSTICAS DEL CONTRATO DE FIDEICOMISO

Para Bravo Melgar<sup>13</sup> las principales características del contrato traído a colación son las siguientes a tomar en cuenta:

**a).- Es un contrato general:** Puesto que enmarca todos los usos que se le puede dar al bien transmitido en fideicomiso.

**b).- Es de carácter temporal:** Puesto que su vigencia ha de tener una extensión limitada en el tiempo, en tal virtud su naturaleza es a contrario sensu de las prestaciones a tracto sucesivo.

**c).- Es un contrato de carácter exclusivo:** En la misma medida que el derecho de

---

<sup>13</sup> Bravo Melgar, Sidney Alex. Ob Cit, p 92-93.

propiedad, y por su naturaleza es erga omnes (oponible a todos).

**d).- Es un contrato real y solemne:** Señalamos que es real, puesto que el bien dado en fideicomiso es un bien real; y el contrato para tener validez debe ser contraído con las formalidades de transferencia de propiedad y deben estar enmarcadas en una escritura pública.

**e).- Es un contrato consensual:** Puesto que es menester que exista consentimiento expreso de las partes y el contrato se perfecciona desde entonces.

**f).- Es un contrato bilateral:** Puesto que las partes contratantes son dos (mínimamente): el fideicomitente y el fiduciario.

**g).- Es un contrato oneroso:** En virtud que las prestaciones a acaecer son valuables monetariamente.

**h).- Es un contrato autónomo y principal:** El fideicomiso no depende de otros contratos para su validez.

**i).- El fideicomiso enmarca la transferencia del bien,** el cual ha de efectuarse con un encargo de confianza (fiducia).

## 2.6.- NATURALEZA JURÍDICA

Al examinar las características del fideicomiso Arias –Schreiber<sup>14</sup> encuentra que es una figura “sui generis” y compleja. Desde luego tiene afinidad y también diferenciación con otras figuras jurídicas.

Así, con la compraventa se vincula por la transferencia de dominio a que ambas conducen, si bien su diferencia está en que en el fideicomiso el “ius abutendi” no alcanza a los bienes fideicometidos y se reduce a sus frutos y productos, con los cuales el fiduciario opera haciendo circular la riqueza en beneficio del fideicomisario o del fideicomitente. Además, la transferencia no es perpetua sino temporal, pues al vencimiento del plazo se produce la reversión.

Con el depósito se identifica en el deber de custodia que también en propio del fideicomiso, pero se distingue, entre otros aspectos, en el hecho de que el depositario no puede administrar los bienes, lo cual es característica propia del fideicomiso.

En el mundo existe la obligación del deudor de pagarle al acreedor la suma recibida, en tanto que en el fideicomiso la devolución del bien fideicometido se hace al fideicomitente o a la persona designada en el instrumento constituido.

También tiene afinidad con el mandato, dado que el fiduciario se obliga a realizar actos jurídicos siguiendo las instrucciones del fideicomitente, pero en el mandato no existe transferencia de dominio sujeta al cumplimiento de las indicaciones que figuran en el instrumento constitutivo, como sucede en el fideicomiso.

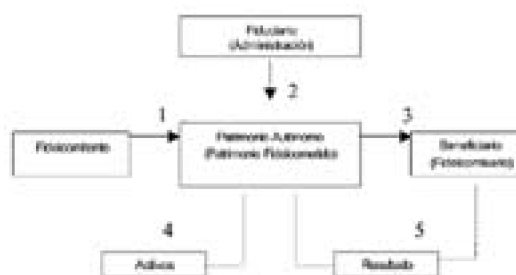
---

<sup>14</sup> Arias Schreiber Pezet. Ob Cit, p 76-77.

Con el contrato a favor de tercero, en el fideicomiso no cabe que el fiduciario transfiera a terceros los bienes que administra en fideicomiso y las transferencias que hace de los frutos y productos son para administrar adecuadamente el patrimonio fiduciario, todo ello en beneficio del fideicomitente o del fideicomisario.

En la cesión de crédito el cedente sólo está obligado a facilitar y no entorpecer el disfrute de los derechos cedidos. En el fideicomiso, el banco fiduciario está en el derecho de exigirle al fideicomitente la integración de los bienes que ofrece en fideicomiso.

De consiguiente, el fideicomiso es un contrato autónomo que plantea una propiedad sujeta a encargo, denominada “dominio fiduciario”.



Esquema 1: El Fideicomiso: FIDEICOMISO DE TITULIZACIÓN

El Fideicomitente transfiere en fideicomiso bienes o activos (4) con un determinado fin (1) a un patrimonio autónomo, que será administrado por un fiduciario (2), que se encargará de obtener los resultados (5) finalidad del fideicomiso para el beneficiario (3).

Fuente: Elaboración Propia.

## 2.7.- FORMAS DE CONSTITUCIÓN DEL FIDEICOMISO

Fideicomiso puede ser constituido a través de dos formas:

### a) Fideicomiso contractual - convencional

En este caso, fideicomiso proviene de un acuerdo de voluntades entre las partes que intervienen en la celebración del mismo.

Como hemos explicado en el fideicomiso podrá intervenir solamente el fideicomitente y la sociedad fiduciaria, en cuyo caso será bilateral. Si es que también interviene el fideicomisario – cuya intervención no constituye un elemento indispensable para su validez -, el fideicomiso contará con la intervención de tres partes.

En cuanto a la forma del contrato el fideicomiso podrá formalizarse mediante (i) documento privado, o (ii) documento protocolizado ante notario público.

Dentro de ello, consideramos que para determinar la formalidad que las partes pueden usar para celebrar un fideicomiso contractual o convencional, se debe tener en consideración, principalmente, la naturaleza de los bienes a transferirse, la necesidad de proceder a la inscripción registral o no del fideicomiso, la modalidad de fideicomiso de la

que se trate, entre otros elementos. Por ejemplo, tratándose de un fideicomiso en garantía referido a un inmueble resulta necesario contar con un documento público para proceder a la inscripción registral de este contrato en el Registro Público correspondiente.

**b) Fideicomiso testamentario.**

Para efecto de establecer la forma de otorgamiento de esta forma de fideicomiso deben tenerse en cuenta las formalidades y exigencias para otorgar testamentos contenidas en el Libro de Sucesiones del Código Civil.

Esta modalidad de fideicomiso es muy utilizada en otros países y se da con la finalidad de que la administración y disposición de los bienes del causante sea realizada por entidades que manejen dichos procesos sucesorios con cierta autonomía e independencia respecto a los herederos o legatarios designados, así como de acuerdo a las instrucciones que hubiese otorgado el fideicomitente en el testamento.

## 2.8.- PLAZO MÁXIMO DE DURACIÓN DEL FIDEICOMISO.

Otra de las características de los fideicomisos radica en el hecho de que tienen un plazo máximo de duración, el cual, en principio, es de treinta años. Por excepción, podrán convenirse fideicomisos por plazos mayores al indicado en las siguientes modalidades:

**a).- El fideicomiso vitalicio:** que se hubiese establecido en beneficio de fideicomisarios determinados que hubieren nacido o estuviesen concebidos al momento de constituirse el mismo. En este caso, el plazo máximo se extiende hasta la muerte del último de los fideicomisarios.

**b).- El fideicomiso cultural:** que tiene por objeto el establecimiento de museos, bibliotecas, institutos de investigación arqueológicos, históricos o artísticos. En esta modalidad, el fideicomiso puede ser indefinido y subsiste en tanto sea factible cumplir con la finalidad para el que se hubiese constituido.

**c).- El fideicomiso filantrópico:** que tiene por finalidad aliviar la situación de los privados de razón, los huérfanos, los ancianos abandonados y personas menesterosas. En este supuesto, al igual que en la modalidad anterior, el fideicomiso será indefinido y subsistirá en tanto sea posible cumplir con la finalidad para el que se hubiese constituido.

Como podemos advertir, las modalidades de fideicomiso cultural y de fideicomiso filantrópico contienen elementos y notas características similares a las de las fundaciones reguladas por el Código Civil, diferenciándose, principalmente, en la forma de administración del patrimonio fideicometido, así como por la responsabilidad que asume el fiduciario en el cumplimiento de la finalidad para la cual se constituyó éste.

Por otro lado, en el supuesto de que un fideicomiso se constituya por un plazo mayor al permitido, la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros establece que el exceso del plazo se deberá tener como no puesto, debiendo reducirse el mismo al

plazo máximo establecido por ley.

## 2.9.- OTRAS CARACTERÍSTICAS Y ELEMENTOS DEL FIDEICOMISO.

Además de lo indicado en los puntos precedentes, existen otras características y elementos del fideicomiso que requieren ser mencionadas para efectos de tener una idea integral de esta figura. Entre estas características y elementos podemos citar los siguientes:

a) El fiduciario ejerce dominio fiduciario sobre el patrimonio fideicometido, dominio que le confiere plenas facultades que incluyen las de administración uso, disposición y reivindicación sobre dichos bienes, las cuales deberán ser ejercidas con arreglo a la finalidad para el que fue constituido el fideicomiso, y con observancia de las limitaciones que se hubieren establecido en el acto constitutivo del mismo.

Asimismo, la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros establece que la sociedad fiduciaria sólo podrá disponer de los bienes fideicometidos con arreglo a las disposiciones contenidas en el documento constitutivo del fideicomiso.

b) En el caso de liquidación de una sociedad fiduciaria, la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros deja claramente establecido que el patrimonio fideicometido no forma parte de la masa de bienes. De acuerdo a ello, se reconoce a las personas que tuviesen legítimo interés, el derecho de identificar y rescatar, en cualquier estado del proceso de liquidación, los bienes existentes que pertenezcan al patrimonio fideicometido.

Tratándose de los bienes que no puedan ser identificados o de bienes o derechos perdidos, los fideicomisarios tienen derecho sobre la masa al pago de un crédito amparado con un privilegio general de primer orden hasta por el importe de la responsabilidad de la sociedad fiduciaria.

c) La actuación de la sociedad fiduciaria se encuentra sujeta al cumplimiento de una serie de obligaciones y le resultan aplicables determinadas prohibiciones. Asimismo, también la sociedad fiduciaria goza de ciertos derechos al intervenir en un fideicomiso.

Ente las principales obligaciones que corresponden a la sociedad fiduciaria relacionadas con el desarrollo y la ejecución del fideicomiso, tenemos las siguientes:

- Cuidar y administrar los bienes y los derechos que constituyen el patrimonio fideicometido, con la diligencia y dedicación de un ordenado comerciante y de un leal administrador.
- Cumplir con los encargos que constituyen la finalidad del fideicomiso, realizando para ello los actos, contratos, operaciones, inversiones o negocios que se requieran.
- Llevar el inventario y la contabilidad de cada fideicomiso con arreglo a ley, cumplir conforme a la legislación de la materia las obligaciones tributarias de carácter

sustancial y formal que se refieran al patrimonio fideicometido.

- Guardar reserva respecto de las operaciones, actos, contratos, documentos e información que obtengan o se encuentre relacionada con los fideicomisos que administren.
- Devolver al fideicomitente o a sus causahabientes, al término del fideicomiso, los remanentes del patrimonio fideicometido, salvo que corresponda entregarlos a los fideicomisarios o a otras personas.
- Rendir cuenta a los fideicomitentes y a la Superintendencia al término del fideicomiso o de su intervención en él, sobre los resultados de su gestión.

Respecto a las prohibiciones aplicables a la sociedad fiduciaria, se tienen las siguientes:

- La sociedad fiduciaria se encuentra prohibida de afianza, avalar, o garantizar en alguna forma a los fideicomitentes o a los fideicomisarios, los resultados del fideicomiso o de las operaciones, actos o contratos que fuesen a realizar con los bienes fideicometidos. La Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros sanciona con nulidad las garantías, así como los convenios y compromisos que se adopten contraviniendo esta disposición.
- La sociedad fiduciaria no podrá realizar operaciones, actos y contratos con los fondos y bienes en fideicomiso, en beneficio, entre otros, de la propia empresa, de sus directores trabajadores, del factor o factores fiduciarios, así como de sus auditores externos.

En cuanto a los derechos que corresponden a la sociedad fiduciaria respecto a los fideicomisos que celebre, se tienen los siguientes:

- Cobrar una retribución por sus servicios de acuerdo a lo estipulado en el documento constitutivo del fideicomiso, o en su defecto, una no mayor al uno por ciento del valor de mercado de los bienes fideicometidos.
- Resarcirse con recursos del fideicomiso de los gastos en los que incurriese en la administración del patrimonio fideicometido y en la realización de su finalidad.

**d)** Para cada fideicomiso que celebra la sociedad fiduciaria deberá designar un “factor fiduciario”, quien asume personalmente la conducción, así como la responsabilidad de los actos, contratos y operaciones que se relacionen con dicho fideicomiso.

La Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros establece que la sociedad fiduciaria es solidariamente responsable frente a los fideicomisos y el fideicomitente respecto a los actos que el factor y sus trabajadores pudiesen realizar dentro de la ejecución del fideicomiso.

Adicionalmente, se establece que constituye obligación de la sociedad fiduciaria el poner en conocimiento de la Superintendencia de Banca y Seguros la designación del factor fiduciario, organismo estatal que tiene la facultad de disponer, en cualquier momento, la remoción del factor fiduciario que se hubiese designado.

Adicionalmente, en el instrumento constitutivo del fideicomiso se puede prever la

designación de un Comité Consultivo o de un Comité Asesor, conformado por los fideicomitentes o por representantes designados por éstos, quienes deben cumplir la función de asesorar y adoptar decisiones para efectos de orientar las funciones y administración del factor fiduciario.

### **e) Causales de Terminación del Fideicomiso.**

De acuerdo a la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, el fideicomiso termina, entre otros supuesto, en los siguientes casos:

- Por renuncia de la sociedad fiduciaria sustentada en causa justificada. Esta renuncia deberá ser aceptada por la Superintendencia de Banca y Seguros.
- Por remoción de la empresa o sociedad fiduciaria.
- Por la pérdida de los bienes que integran el fideicomiso, o de una parte sustancial de ellos, a juicio de la sociedad fiduciaria.
- Por el cumplimiento de la finalidad para la cual fue constituido el fideicomiso.
- Por haber devenido en imposible la realización de su objeto.
- Por acuerdo entre el fideicomitente y el fiduciario, contando con el consentimiento del fideicomisario, en el supuesto de que este último hubiese interveniendo en el documento mediante el cual se constituyó el fideicomiso.
- Por revocación del fideicomiso por parte del fideicomitente.
- Por vencimiento del plazo convencional establecido en su defecto, del plazo legal señalado en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros.

### **f) Causales de Nulidad del Fideicomiso.**

Asimismo, la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros sanciona con nulidad la celebración de fideicomisos en los casos en los que se incurra en cualquiera de las siguientes causales:

- Si el fideicomitente carece de facultades de disposición de los bienes y/o derechos transferidos en fideicomiso.
- Si el objeto del fideicomiso fuese ilícito o imposible.
- Si se designa como sociedad fiduciaria a la misma empresa, salvo en los casos de fideicomiso de titulización regulados por la Ley del Mercado de Valores.
- Si todos los fideicomisarios fuesen personas que de acuerdo a ley, se encontrasen impedidas de recibir los beneficios del fideicomiso.
- Si todos los bienes que integran el fideicomiso se encuentran fuera del comercio

### **g) Normas regulatorias del Fideicomiso.**

Finalmente, corresponde a la Superintendencia de Banca y Seguros y a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), dependiendo de la modalidad de fideicomiso de que se trate, dictar las normas regulatorias que resultarán aplicables y regularán el fideicomiso.

Las normas que dicten estos organismos públicos responsables de la supervisión, control y regulación de las actividades de las empresas que desarrollen operaciones fiduciarias, deberán ser claras, tener por objeto la promoción de la utilización de este tipo de mecanismos, y no establecer restricciones o limitaciones sin fundamento para que los agentes económicos en general puedan proceder a su celebración.

Dentro de ello, tenemos que la CONASEV dictó con fecha 8 de enero de 1997 la Resolución CONASEV N° 001-97-EF/94.10 mediante la cual se ha aprobado el Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos, dentro del cual se contempla el tratamiento del fideicomiso del titulación (Titulo II).

## 2.10.- PRINCIPALES MODALIDADES DE FIDEICOMISO

Una vez expuestas las características y elementos más importantes relacionados con el fideicomiso, creemos que resulta conveniente dar a conocer las principales modalidades de fideicomiso que se vienen utilizando, en la actualidad, en el Perú y en otros países de Latinoamérica donde esta modalidad contractual ha alcanzado un desarrollo importante.

### a) Fideicomiso Inmobiliario

---

Esta modalidad de fideicomiso supone la transferencia de un inmueble determinado a favor de un sociedad fiduciaria con el objeto de que esta lo administre, desarrolle un proyecto de construcción y luego de ello, transfiera las unidades inmobiliarias construidas a favor de los fideicomisarios (beneficiarios del fideicomiso).

La ventaja que ofrece esta modalidad de fideicomiso radica en el hecho de que la intervención de la sociedad fiduciaria otorga a los inversionistas interesados en adquirir determinadas unidades inmobiliarias que forman parte del proyecto, mayor seguridad que se desarrollará el proyecto de construcción que se ha planificado sobre el terreno transferido, así como que los recursos y montos que hubieses entregado serán destinados en forma efectiva a la construcción y desarrollo del mismo.

Por otro lado, la intervención de la sociedad fiduciaria también otorga mayor confianza y respaldo a las entidades que podrían financiar el proyecto, a los contratistas y profesionales que interviniesen en el mismo, a los proveedores de bienes y servicios en general, a las autoridades municipales, y a las demás personas que se vinculasen al proyecto.

En tal sentido, debemos ver que la intervención de una sociedad fiduciaria en el desarrollo y ejecución del proyecto genera confianza en los diferentes agentes económicos para poder reducir los riesgos propios de este tipo de negocios.

Adicionalmente, esa confianza podría determinar la reducción de costos derivados del proyecto. Ello originado por la solvencia de la sociedad fiduciaria interviniente en el proyecto, la experiencia que la misma pudiese tener en el desarrollo de esta tipo de fideicomisos, la constitución de un patrimonio autónomo referido a los bienes

fideicomitidos, la posibilidad de obtener mejores condiciones de financiamiento por parte de las entidades financieras, la reducción de los costos adicionales derivados de la intervención de intermediarios en las construcciones, entre otros aspectos que determinan, en alguna forma, la reducción de costos en los que se incurren cuando se utilizan otro tipo de figuras o modalidades para la ejecución y desarrollo de proyectos de construcción.

### **b) Fideicomiso en Garantía**

---

A través de esta modalidad de fideicomiso, el fideicomitente, quien tiene la calidad de deudor o garante de un deudor, transfiere un inmueble a favor de una sociedad fiduciaria con el objeto de garantizar el cumplimiento de una obligación u obligaciones que se encuentran pendientes de pago, en beneficio de uno o varios acreedores (beneficiarios).

Con ello, se sustraen los bienes del patrimonio del deudor o del tercero garante, constituyéndose un patrimonio autónomo que deberá ser administrado y conservado por la sociedad fiduciaria.

En esta modalidad, según se establezca en el documento constitutivo del fideicomiso, el fideicomitente podría mantener la posesión del bien, así como continuar usando y explotando los bienes entregados en garantía, pero siempre bajo el control y supervisión de la sociedad fiduciaria.

En el caso del Perú, la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros en su artículo 274 regula en forma específica el tratamiento del fideicomiso en garantía. Este artículo contiene dos posiciones que creemos merecen un comentario especial:

Las ventajas de esta modalidad de fideicomiso son básicamente las siguientes:

- Permite una rápida ejecución de los bienes entregados en garantía cuando se da el incumplimiento de una determinada obligación por parte del deudor, evitando que se tenga que recurrir al Poder Judicial para solicitar la ejecución y venta judicial de los bienes entregados en garantía.
- Este constituye uno de los mecanismos que vienen siendo utilizados en otros países con la finalidad de descongestionar la labor del Poder Judicial, así como para brindar a los agentes económicos mecanismos más efectivos y eficientes de ejecución de los bienes otorgados en garantía por parte de los deudores o sus garantes.
- Establece la posibilidad de que se obtengan mejores condiciones de venta de los bienes otorgados en garantía, hecho que beneficia tanto al acreedor como al deudor o tercero ejecutado, ya que se reducen los riesgos de que los bienes sean vendidos por debajo de su valor real, así como que las operaciones de venta se realicen a través de mecanismos que garanticen la transparencia de la ejecución de los bienes.

Estos mecanismos de venta y valorización de los bienes deberán establecerse en el documento constitutivo del fideicomiso.

### **c) Fideicomiso de Titulización**

---

(Esta modalidad de fideicomiso se encuentra en el capítulo correspondiente del presente trabajo)

### **d) Fideicomiso de Inversión**

---

Se encuentra referido a todas aquellas modalidades de fideicomiso en las que el o los fideicomitentes transfieren en fideicomiso a favor del fiduciario una suma de dinero, con la finalidad de que la sociedad fiduciaria lo invierta en determinados valores y activos, y los beneficiarios del fideicomiso puedan obtener con ello una rentabilidad determinada por su dinero.

Lo usual en este tipo de fideicomisos es que se designe a un factor fiduciario que sea especialista en la realización de inversiones, quien a través del análisis y la adquisición de distintos valores mobiliarios, la diversificación del riesgo en las inversiones, la utilización de productos financieros derivados, así como otras técnicas y mecanismos destinados a la obtención de rentabilidad y cobertura de riesgos, pueda manejar los recursos transferidos en fideicomiso con la finalidad de obtener la mayor rentabilidad posible en beneficio de los fideicomisarios del fideicomiso.

En este caso, como hemos visto anteriormente al referirnos al régimen tributario aplicable al fideicomiso, existe un régimen legal claro que incentiva la realización de determinadas inversiones en valores, situación que permitiría a las sociedades fiduciarias obtener resultados convenientes para los fideicomisarios de los fideicomisos que administran.

Por otro lado, resulta conveniente que la sociedad fiduciaria apruebe un reglamento Interno referido al manejo de las inversiones, el cual deberá redactarse teniendo en consideración lo establecido en el documento constitutivo del fideicomiso, así como la finalidad para la cual se ha establecido el mismo. Por otro lado también se estima que el documento de constitución del fideicomiso se establezca la existencia de un Comité de Administración de Inversiones que tiene la función de señalar las políticas y directivas aplicables para la adquisición y venta de valores. Este Comité de Administración de Inversiones, normalmente se encuentra conformado por fideicomitentes o representantes elegidos por estos.

Debemos destacar que una nota característica de los fideicomisos en general, pero que resulta aplicable a los fideicomisos de inversión, se encuentra referida al hecho de que, de acuerdo a lo establecido por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros, los fiduciarios se encuentran prohibidos de garantizar en cualquier forma los resultados del mismo.

Por otro lado, debemos tener en cuenta que las empresas fiduciarias, según corresponda deberán ser supervisadas por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores o la Superintendencia de Banca y Seguros, lo que le da mayor credibilidad y solvencia al sistema fiduciario que se pretende establecer.

Ahora bien, entre las modalidades de fideicomiso de inversiones entre otras tenemos las siguientes:

- Fideicomisos de inversión propiamente dichos:

son aquellos fideicomisos que son constituidos por personas que transfieren recursos a determinada sociedad fiduciaria con el objeto de que los administren y efectúen inversiones en general.

Esta es una modalidad similar a los denominados Fondos mutuos de Inversión en Valores o a los Fondos de Inversión que se encuentran regulados por la Ley de Mercadeo de Valores y por el Decreto Legislativo 862, Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras.

Estos fideicomisos se basan en el principio de que, en muchos casos, la realización de inversiones por montos significativos, aplicando criterios de diversificación y análisis de riesgo por parte de profesionales de experiencia y conocimiento en estos campos, permiten obtener márgenes de rentabilidad que normalmente no pueden obtenerse cuando los inversionistas actúan en forma independiente y aislada, con un conocimiento e información parcial de materias relacionadas con inversiones.

- Fideicomisos de Fondos Privados de Pensiones:

que se refieren a la transferencia de dinero a favor de una sociedad fiduciaria por parte de personas que se encuentran interesadas en construir un fondo provisional, con la finalidad de que se encarguen de administrar e invertir dichos recursos y obtener una rentabilidad por ello.

En este caso, se establecen fondos individuales por cada uno de los fideicomitentes, los cuales son entregados a los beneficiarios en el caso de que se presente cualquiera de los supuestos establecidos en el Reglamento Interno que se apruebe y resulte aplicable a cada fideicomiso.

Estas modalidades de fideicomiso resultan de mucho interés para personas que no tienen la obligación de realizar aportaciones o contribuir al Sistema Nacional de Pensiones o a una administración privada de pensiones, o para aquellas personas que desean constituir un fondo previsional voluntario de carácter adicional a aquel en el que se encuentran.

### **e) Fideicomiso de Administración.**

---

Esta modalidad de fideicomiso se encuentra relacionadas con todas aquellas operaciones en las que el fideicomitente transfiere a la sociedad fiduciaria cualquier clase de bienes distintos a dinero con la finalidad de que sean administrados o sean destinados al cumplimiento de una finalidad específica establecida en el documento constitutivo del mismo.

Entre los tipos de fideicomiso que se encuentran comprendidos dentro de esta modalidad se tienen, entre otros los siguientes:

- Fideicomiso de Administración de emisiones de Obligaciones, Bonos o Papeles

Comerciales.

En estos casos, los fideicomitentes transfieren los valores mobiliarios emitidos a favor de la sociedad fiduciaria con la finalidad de que proceda a su colocación a favor de los fideicomisarios de dichos valores.

Dependiendo de la característica de la emisión de los valores mobiliarios mencionados, la intervención de la sociedad fiduciaria se deberá realizar teniendo en consideración lo establecido por el particular por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros de Sociedades y la Ley del mercado de Valores.

- Fideicomisos de recaudación y Pagos.

Se refiere a los servicios prestados por diversas sociedades fiduciarias a favor de entidades en relación a la recaudación y pago de obligaciones de cualquier índole.

Este tipo de fideicomiso se da, principalmente, en el caso de determinadas entidades – especialmente públicas- que no tienen una infraestructura adecuada para poder desarrollar estas operaciones, por las que optan por encargar a las sociedades fiduciarias para que a través de determinados mecanismos, cumpliendo con ciertas seguridades y asumiendo determinadas responsabilidades, asuman la tarea de recaudar y/o pagar dinero por cuenta y en interés del fideicomitente.

En estos casos, se tiene la experiencia de que los niveles de recaudación se incrementan en forma considerable por las facilidades de pago que se brindan a los usuarios. Por otro lado, se tiene que a través del establecimiento de esta forma de pago de obligaciones se reducen significativamente los reclamos y los riesgos por pagos indebidos o efectuados por error.

Adicionalmente, con ello se reducirá el monto de la inversión que requeriría efectuar cada entidad para prestar directamente este servicio a cambio del pago de una retribución convenida a la sociedad fiduciaria.

- Fideicomiso de administración destinado a la transferencia de valores mobiliarios.

Este tipo de fideicomiso ha sido recientemente utilizado en nuestro país con singular éxito dentro del marco del proceso de privatización iniciado por Estado peruano.

Mediante el mecanismo de Participación Ciudadana, por ejemplo, las entidades estatales que eran titulares, en representación del Estado, de acciones de diversas empresas incluidas dentro del proceso de privatización, procedieron a transferir en fideicomiso a determinadas empresas bancarias – que actúan como sociedades fiduciarias-, paquetes de acciones con la finalidad de que procediesen a organizar ofertas públicas de venta de las mismas, teniendo en consideración los términos y condiciones contenidas en el documento constitutivo de los fideicomisos.

Creemos que, independientemente de algunos inconvenientes y problemas presentados en estos procesos, han alcanzado un éxito que no había sido previsto al momento de iniciarse este proceso.

- Fideicomisos destinados al manejo, saneamiento o liquidación de empresas.

A través de esta modalidad de fideicomiso se puede encargar a determinada sociedad fiduciaria la realización de las operaciones y además actos vinculados con las

siguientes funciones:

- El manejo de las empresas en sustitución de la administración anterior con condición establecida los accionistas por los acreedores para evitar con ello la insolvencia por parte de la Comisión de salida del Mercado del INDECOPI o el gremio o entidad con facultades para ello.

En estos casos, la sociedad fiduciaria, de ser ello necesario constituye un Comité de Administración que se encargue de la gestión directa de la empresa.

- Tener a su cargo el proceso de saneamiento y reestructuración de empresas que hubiesen sido declaradas insolventes.

En estos casos, la junta de Acreedores de la sociedad al momento de pronunciarse sobre el destino de la sociedad y la determinación del régimen de administración de la misma, podría decidir que se encargue a una sociedad fiduciaria la ejecución y desarrollo de las gestiones de saneamiento y reestructuración de la sociedad.

- Tener a su cargo el proceso de liquidación de sociedades en general.

Esta modalidad de fideicomiso permitiría que se liquidasen los activos de las sociedades con la finalidad de cancelar sus pasivos, de acuerdo al orden de preferencia establecido por la Ley General del Sistema Concursal o cualquier otra norma que pudiese resultar aplicable al proceso de liquidación.

En estos casos, la sociedad fiduciaria tendría la función y responsabilidad de proceder a la recuperación, custodia y realización de los activos de la sociedad declarada en liquidación, con la finalidad de pagar los pasivos de esta.

De acuerdo a lo expuesto, creemos que el fideicomiso es una operación sumamente práctica y útil, que luego de una conveniente y adecuada regulación contenida en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y la Ley del Mercado de valores, podría adquirir un desarrollo y una difusión importante. Consideramos que tal como ha sucedido en otros países, el fideicomiso puede constituir una forma interesante y adecuada de satisfacer las diversas necesidades que tienen los agentes económicos y las personas en general en nuestro país, a través de la constitución de patrimonios fideicometidos de naturaleza autónoma para el cumplimiento de finalidades específicas requeridas por estos.

## CAPITULO III.- EL PROCESO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

La Titulización tiene un carácter interdisciplinario, no es cuestión sólo de tratar un problema específico, pues tiene aspectos económicos, jurídicos e institucionales. Debemos tocar los importantes aspectos cuantitativos y cualitativos propios de todo problema financiero, en el que están presentes el riesgo, la liquidez y la rentabilidad, elementos básicos para un enfoque interdisciplinario.

Como no existe una noción uniforme, se hace necesaria su conceptualización para centrar el objeto de nuestro estudio y al tiempo diferenciarlo de otros procesos o técnicas financieras fronterizas.

En este capítulo se explica, los orígenes y causas del proceso, sus características, sujetos intervinientes y las modalidades mas conocidas. Sin embargo, más importante es lo referente al proceso de acuerdo a nuestra legislación. Lo cual se da en el segundo punto de este capítulo.

### 3.1.- EL PROCESO DE TITULIZACION

### 3.1.1.- EL CONCEPTO DE TITULIZACIÓN

---

La titulización de activos es un mecanismo alternativo de financiamiento mediante el cual, un conjunto de activos fijos o de lenta rotación, con flujos de caja predecibles y verificables, se transforman en títulos y/o valores negociables, mediante el fraccionamiento de derechos sobre los mismos activos con el objetivo de obtener liquidez <sup>15</sup> .

Este mecanismo brinda a las empresas o al Estado, según sea el caso, una posibilidad de acceder al Mercado de Capitales y por lo tanto a fuentes de financiamiento directas que pudieran ser menos costosas que el financiamiento a través de entidades financieras. Si bien la definición mencionada es, en términos generales, lo que significa un proceso de Titulización de Activos, es importante tener en cuenta otras definiciones así como analizar brevemente la terminología del mismo, para tener una mejor comprensión de este proceso.

En primer lugar hay que indicar que el término Titulización es un concepto importado de la lengua anglosajona, siendo una traducción del término “securitization” o “securitisation” <sup>16</sup> que deriva del inglés “security” (título - valor); sin embargo, se han ensayado otras denominaciones, de acuerdo a lo observado en las legislaciones de diferentes países <sup>17</sup> ; diversos términos tales como titularización, valorización, titrisation, bursatilización, securitización, titulación entre otros, han sido acuñados a fin de identificar el mismo fenómeno o proceso de innovación financiera. En la Vigésimo Segunda Edición de la Real Academia Española no se encuentra el término. Luego de esta mención acerca del término paso a mencionar algunas definiciones.

Steven L. Schwarcz <sup>18</sup> : “... es una forma de acelerar el ciclo de flujo de distintos negocios, utilizando como base diversos activos agrupados y creando con ellos estructuras convenientemente aisladas, para que aseguren un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento, que se alcanzarán mediante la colocación de títulos-valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes”.

Entre las mas conocidas definiciones tenemos la de Silvio V. Lisoprawski <sup>19</sup> para quien la titulización “consiste en mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones que son colocados entre inversores...”.

<sup>15</sup> Hoyos Taddey, Ricardo; Miljanovich Colunge, Juan “Estrcuturación de una operación de titulización de los flujos de las carteras de privatización del Estado”. Tesis para Obtener el Grado de Master en Finanzas de la Universidad del Pacífico.

<sup>16</sup> Término escrito así indistintamente en el caso inglés.

<sup>17</sup> Colombia, México, Francia, España usan diferentes términos.

<sup>18</sup> Steven L. Schwarcz, “The Alchemy of Asset Securitización”. 1994. Cita tomada de Almuquera Gómez, Ángel, La Titulización Crediticia. Editorial Civites. Madrid.1995.pp.29.

Martín Paolantonio <sup>20</sup> señala "... consiste en el proceso de convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos en títulos valores... importa el agrupamiento de créditos y su conversión a títulos valores, los que se suscriben y son colocados entre los inversores, estando los créditos incorporados a los títulos garantizados por los activos subyacentes y su flujo de fondos asociado. .." <sup>21</sup> .

Carlos Villegas <sup>22</sup> indica "... se trata de una técnica de financiación que consiste en la representación de activos por medio de títulos negociables, fácilmente transferibles. .. (con la) transformación de activos financieros inmovilizados, de similares u homogéneas características, que aseguren un flujo regular de fondos, en títulos valores con o sin oferta pública, para ser colocados entre inversores o para garantizar la emisión de títulos de deuda".

Z. Shaw <sup>23</sup> describe la titulización: " como el proceso que implica la agrupación de conjuntos prefijados de préstamos y derechos de créditos (con la debida mejora crediticia) y la venta de estos paquetes a los inversores en la forma de valores que son respaldados por los activos subyacentes y la corriente de rentas asociada a los mismos..."

Una de las definiciones más técnicas encontradas es la de F. Fabozzi y F. Modigliani <sup>24</sup> , "... la financiación tradicional es suplantada por un sistema en el que operaciones individuales (activos crediticios en el balance de las entidades) son agrupadas y empleadas como colateral para la emisión de valores negociables. .. A partir de la experiencia de la titulización en el ámbito hipotecario, la ingeniería financiera puede reconducir los flujos procedentes del paquete titulado para servir a la emisión de valores que atienden mejor la demanda de activos/pasivos de inversores institucionales".

Almoguera <sup>25</sup> indica que es "El proceso mediante el cual los flujos financieros

<sup>19</sup> Martorell, Ernesto Eduardo, Lisopraswky "Tratado de Los contratos de Empresa".Bs.As.pp.785. Agrega Lisopraswky "... es una fuente de financiamiento que permite la movilización de los activos de los balances"..."Mediante la Titulización, una corporación o empresa aísla el riesgo corporativo, enfocándolo únicamente en el riesgo de los activos que va a titular, los cuales responden para el repago que se efectúe a los inversionistas que adquieren los títulos valores o participaciones".

<sup>20</sup> Martín E. Paolantonio. "Fondo Comunes de Inversión". De Palma. Bs. As, 1994.289pp.

<sup>21</sup> En este sentido, el proceso implica que el flujo de fondos generado por los activos que son titulizados, denominados subyacentes en esta definición, tiene que ser suficiente para afrontar el pago de las obligaciones generadas hacia los inversionistas.

<sup>22</sup> Villegas, Carlos. "Operaciones Bancarias". p.277.

<sup>23</sup> Mencionado por Almoguera Gómez, Angel, "Titulización Crediticia".Civitas, Madrid, 1995. pp.30.

<sup>24</sup> F. Fabozzi y F. Modigliani, "Mortgage and mortgage-backed securities markets", Harvard Business School Press, Boston, 1992, pp. 2-3. Mencionado por Almoguera Gómez, Angel, "Titulización Crediticia" pp.32.

<sup>25</sup> Almoguera Gómez, Angel, "Titulización Crediticia".Civitas, Madrid, 1995

originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, que son cedidas básicamente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos”.

Es denotativo que no existe una noción uniforme e internacionalmente aceptada de la Titulización además que como en todo proceso de innovación financiera siempre ofrece desarrollos nuevos y mejoras continuas.

### 3.1.2.- ORIGEN DEL PROCESO Y CAUSAS DE DESARROLLO

---

#### 3.1.2.1 ORIGEN

La Titulización, surge por primera vez en los mercados financieros en 1970<sup>26</sup>, en Estados Unidos, y se plasma en una emisión puesta en el mercado el 19 de febrero de ese año, de títulos garantizados por la agencia federal, denominada Government National Mortgage Association (GNMA), garantía que cubre la devolución puntual y completa del principal e intereses. El servicio financiero correspondió a la entidad IDS Mortgage y el comprador de los valores fue el Fondo de Pensiones del Estado de New Jersey. La emisión se compuso de valores que se basaban en préstamos asegurados por la Federal Housing Administration (FHA) y también garantizados por la Veterans Administration (VA). Inicialmente el proceso se diseñó enajenando el emisor el paquete de préstamos hipotecarios y los flujos derivados, reteniendo la administración a cambio de determinada comisión. Los flujos son depositados en un agente al que corresponden las funciones de percepción de flujos y pago a los inversores<sup>27</sup>.

El origen aparece por tanto en el seno del mercado hipotecario norteamericano e impulsado por el Estado a través de una agencia federal creada dos años antes. Pero hay que indicar que la política de apoyo gubernamental a la financiación de la vivienda ya llevaba más de cuarenta años creándose distintos programas, agencias e instituciones, respondiendo a la importancia que en los distintos programas políticos tenía, y tiene, facilitar el acceso a la vivienda a todas las clases sociales, sin embargo esta estructura era relativamente nueva<sup>28</sup>.

Indiquemos entonces las causas fundamentales del origen de este proceso, entre ellas tenemos:

<sup>26</sup> Se han planteado inclusive antecedentes más remotos en figuras como la Pfandbriefe, bonos emitidos por primera vez en 1769 en Silesia, con la finalidad de financiar la recuperación de la estructura agraria en esa región tras la Guerra de los Siete Años entre Austria y Prusia. Consistían estas emisiones en títulos de deuda respaldados por las propiedades de los deudores agrupadas en la llamada Landschaft. La agrupación de las propiedades diversificaba el riesgo y había mejora crediticia, pero la cesión efectiva de activos no está presente aún.

<sup>27</sup> En el caso de E.E.U.U. que es uno de los mercados hipotecarios más desarrollados del mundo. Al año 2000, las emisiones vigentes de títulos hipotecarios de Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) y Federal Home Loan Mortgage Association (Freddie Mac) ascendían a más de US\$ 1,28 billones. Además, se tiene a la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) o (GNMA) dirigida a garantizar las hipotecas de sectores de bajos recursos.

<sup>28</sup> Decimos “relativo” puesto que la estructura tiene como antecedente el fideicomiso el mismo que ya se daba en diversas formas.

- Desequilibrio entre la oferta y demanda de créditos: En el área geográfica de Estados Unidos había un desequilibrio entre demandantes de fondos para la financiación hipotecaria y los oferentes de los mismos. Demasiada oferta en el este y mucha demanda en otras zonas del país.

- Se pretendía atraer a la financiación de operaciones crediticias con garantía hipotecaria a aquellos inversores institucionales, estables y a largo plazo, como los fondos de pensiones que se mostraban reacios a participar en este ámbito de financiación<sup>29</sup>.

Se originó así una interesante dinámica al ser conectados el mercado crediticio hipotecario con el mercado de capitales gracias a estas emisiones de titulización respaldadas por agencias federales. Fue este respaldo el que animó a los ahorradores a adquirir esta clase de títulos ya que los mismos calificaban gran solvencia. Y posteriormente (a partir de 1977<sup>30</sup>) prosperen también las emisiones privadas, es decir, las no garantizadas por esas agencias.

#### **3.1.2.2 CAUSAS O FACTORES INICIALES DE DESARROLLO DEL PROCESO EN E.E.U.U.**

Entre los factores considerados hay que tener en cuenta que son extrapolables a otros sistemas financieros, así lo mencionado, menciono los siguientes:

1.- Papel desempeñado por las agencias estatales.

2.- Magnitud, por un lado, de las carteras de activos crediticios y, por otro de los mercados de capitales. (El volumen de operaciones cedidas debe ser grande a fin de que absorba los costos del proceso<sup>31</sup>).

3.- Flexibilidad del marco de actuación involucrando a las distintas normativas concurrentes para estas operaciones (monetaria, contable, fiscal, etc...). Los agentes participantes fueron buscando soluciones racionales a los problemas surgidos.

4.- Desarrollo y especialización de los mecanismos de cobertura o mejora crediticia<sup>32</sup>

5.- Actuación de las agencias de rating. Fundamental, ya que brindó a los inversores

---

<sup>29</sup> Hay que indicar que participaron en la medida que las emisiones fueron capaces de ofrecer rentabilidades comparables a otros valores de riesgo parecido.

<sup>30</sup> La primera de esta naturaleza es una emisión basada en préstamos hipotecarios, con un diseño diferente hecho por Salomón Brothers, proveniente de la cartera del *Bank of America*, del *San Francisco Bank* y del *First Federal of Chicago*. (cita tomada de Angel Almoguera Gómez, "La Titulización Crediticia", Madrid, 1995).

<sup>31</sup> Aquí hago la observación de que el importe del volumen es una de las causas de que el proceso no se vea impulsado en nuestro mercado de capitales además de la poca cantidad de operaciones. Las emisiones no tienen que ser tan grandes como en EEUU claro está, pero se ve que en nuestro país éstos son aún insuficientes para cumplir una de las finalidades fundamentales del mercado de valores, que es promover el proceso.

<sup>32</sup> Explicados en los aspectos básicos por el Capítulo IV.

un elemento homogéneo de comparación respecto a otros valores ofertados y respecto al elemento decisorio básico del riesgo crediticio.

6.- La Titulización ofrece la posibilidad traspasar los riesgos citados a los inversores finales y acudir así a otras fuentes de ingresos.

7.- Generalización del empleo de los ordenadores y las aplicaciones informáticas en el campo financiero.

8.- Normativa sobre solvencia de las entidades financieras y ratios de recursos propios.

9.- Estandarización de la operaciones crediticias susceptibles de Titulización, tales como hipotecas, prestamos para compra de automóviles y tarjetas de crédito.

10.- Constante innovación en la colocación en los mercados financieros de una nueva clase de títulos.

11.- Es impulsor de la llamada desintermediación financiera <sup>33</sup>.

12.- La consecución positiva de los objetivos y logros preconizados de la Titulización, han contribuido a la expansión de este tipo de emisiones impulsadas por las entidades crediticias.

### 3.1.3.- REQUISITOS PREVIOS PARA EL PROCESO

---

1 - Los activos deben ser homogéneos o susceptibles de ser homogeneizados en una cartera o "paquete". Siendo que por ello deben ser de igual naturaleza o característica.

2 - Los flujos de los activos deben ser predecibles y comportarse de manera homogénea y consistente para garantizar la generación de un flujo regular y suficiente de fondos para el pago de los valores emitidos.

3 - Que sean susceptibles de ser titulizados conforme a ley.

4 - Que la cartera de créditos que se pretende titular sea significativa, a fin de que cubra los costos del proceso y sea mas rentable que otras alternativas de financiamiento.

### 3.1.4.- CARACTERÍSTICAS BÁSICAS Y OPERACIONES EN EL PROCESO

---

La titulización es un conjunto sistemático de operaciones, regularmente dotado de un marco normativo específico que se produce en el sistema financiero, conectando el mercado crediticio y de valores creando nuevos valores negociables a disposición de los ahorradores.

De manera general, e independientemente del tipo de regulación que haya adoptado cada país, la diversidad de operaciones financieras y sujetos actuantes implica que concurren materias de derecho común, fiscal, contable, de disciplina y supervisión

<sup>33</sup> Aunque en la Titulización lo que se da es un modo de intermediación diferente a la clásica, mas que ser una desintermediación.

bancaria y derecho internacional privado; por ello, su complejidad y sofisticación hace que se le considere como una financiación estructurada, diferenciándose de la financiación directa o tradicional <sup>34</sup> .

**Las operaciones principales serían:**

**a) Originación o formalización de las operaciones crediticias**

Actividad habitual de los originadores o las entidades financieras en lo que constituye su operatoria comercial o activa, respectivamente.

**b) Estandarización de las condiciones de las mismas**

La titulización implica que se hayan introducido modificaciones en su diseño para que sean homogéneas o puedan homogeneizarse.

La titulización acarrea una estandarización de los contratos que una vez originados son más susceptibles de ser traspasados para ser financiados por el mercado de capitales que cuando no son homogéneos. (en E.E.U.U. inclusive una especialización en la generación misma de las operaciones crediticias)

**c) Agrupamiento de los préstamos u operaciones crediticias**

Para una operación de financiación vinculada, pudiendo darse que una sociedad titulizadora realice la compraventa de carteras crediticias para titularizar.

**d) La transmisión del paquete seleccionado para un Fondo o Sociedad**

Cuya finalidad es que ese paquete sirva para emitir los valores que servirán para financiar su compra. De este paquete surgen los flujos financieros que serán la fuente de alimentación de las emisiones que realiza el fondo. Es el fondo el que adquiere los derechos de percibir los flujos que con una serie de deducciones y adiciones son los que percibirán los inversores finales. Los flujos (provenientes de operaciones crediticias) deberán tener las debidas garantías para el caso de incumplimiento. Estos flujos proceden de contratos crediticios que son cedidos o enajenados básicamente por entidades financieras.

La forma más frecuente y con menos dificultades en cualquier marco legislativo, continental o anglosajón, es la cesión o venta <sup>35</sup> , aunque otras formulas posibles serían la novación, la enajenación de participaciones y la subrogación.

En la cesión, el cedente renuncia a cualquier control sobre los beneficios económicos implícitos en las cuentas transferidas, no puede ostentar ningún derecho a la recompra de dichas operaciones, las cuentas se dan de baja en el balance de los activos cedidos sin reflejar ninguna obligación asumida, y no hay recurso implícito o explícito al cedente u originador en caso de pérdidas, por lo que no habrá compensaciones de ningún tipo por riesgo crediticio o de mercado. Si el cesionario ostentara derecho a recibir compensación

---

<sup>34</sup> Apoyado en la estructuración no sólo por la ingeniería financiera sino con aporte de otras disciplinas como las legales.

<sup>35</sup> En ese sentido, habrán dificultades si el marco legal no elimina dificultades posibles como el consentimiento o conocimiento del deudor, la documentación de la operación ante fedatarios públicos y la legislación tuitiva de los usuarios de estas operaciones financieras.

parcial o total de las pérdidas producto del impago de los deudores, entonces el cedente estaría reteniendo el activo crediticio, lo cual, opino, también distorsiona la figura del proceso<sup>36</sup>.

En cuanto a lo fiscal, la mayoría de las Legislaciones eximen del pago impositivo a la transmisión patrimonial.

### **e) Mejora crediticia y Obtención del Correspondiente Rating.**

Se contratan todas aquellas coberturas que permitan obtener el rating pretendido con el fin último de que la emisión sea satisfactoriamente colocada.

### **f) Emisión y aseguramiento de la emisión de los valores.**

Se suscriben los correspondientes servicios, una vez que se han fijado las condiciones de emisión. Los flujos financieros son transformados para destinarlos al pago de una emisión de valores negociables de acuerdo al un plazo establecido.

### **g) Gestión y administración.-**

Las operaciones titulizadas que forman el activo del fondo de titulización requieren una adecuada gestión y administración, además de un servicio financiero de los valores puestos en circulación.

### **h) Amortización de la emisión, liquidación del fondo,**

E inclusive de ser el caso, extracción del remanente por la entidad cedente si el diferencial entre los intereses activos y los pagados a los inversores mas los gastos del proceso todavía no ha sido retirado en su totalidad. Esto se da en la fase final de los pagos de las obligaciones.

## **3.1.5.- SUJETOS INTERVINIENTES**

---

La Titulización no se trata de un procedimiento simple, sino, complejo. Esta complejidad se ve reflejada en que no podemos estandarizar, prima facie, la cantidad de partes intervinientes en un proceso de titulización de activos. Si tomamos al azar dos titulaciones distintas y las comparamos, de seguro nos encontraremos de que en una hay una mayor cantidad de sujetos participando que en la otra, y que en esta las funciones que cumple uno de esos sujetos es cumplida por otro sujeto en la otra.

Por ello, más que hablar de sujetos, lo que se trata aquí son las funciones que se realizan dentro del proceso, siendo diversas y difíciles de categorizar, en razón de que una misma entidad puede tener diversas funciones y tendrá entonces varios roles participativos en el proceso. Se ha tratado de incluir los más conocidos intervinientes y sus diferentes denominaciones en diversas legislaciones.<sup>37</sup>

El número de participantes y tipo de función dependerá de la estructura utilizada.<sup>38</sup>

<sup>36</sup> Lo mencionado en este párrafo se basa en conceptos contables de EEUU, Inglaterra y Europa, mencionados por Almoguera, "Titulización Crediticia", pag.46-48., Madrid, 1995.

<sup>38</sup> Leyva Saavedra, José. "Securitización de Activos". Revista Jurídica del Perú. N°19, Año II. Marzo 2000.

### 3.1.5.1 Entidad Originadora (El Titular de los Activos, también denominado Fideicomitente u Originador.)

El originador es el titular de los activos (acreedor inicial titular) y además quien tiene la capacidad de transferirlos<sup>39</sup>, es quien da inicio al proceso al agrupar o “empacar”, los créditos que se pretende titular, los cuales serán agrupados con la finalidad de ser activos subyacentes de una posterior emisión de títulos valores respaldada por esos activos. La emisión es efectuada por un emisor (que normalmente es el servidor) transfiriendo previamente el originador el “paquete” a un Fiduciario. El originador puede ser una empresa o una persona física (David Bowie y los Rolling Stones titularon derechos a cobro futuros<sup>40</sup>) que se beneficiará con esta fuente alternativa de financiamiento de su actividad, dando así liquidez a sus activos inmovilizados; aunque normalmente serán empresas de naturaleza bancaria, financiera, comercial, industrial, de servicios, de seguros, pública o privada, las que realizan estos procesos. Leyva Saavedra señala como ejemplo, a las empresas bancarias o financieras que puedan ser originadoras de procesos de titulación<sup>41</sup> sobre sus cuentas por cobrar derivadas de préstamos para vivienda, autos y tarjetas de crédito; las empresas de servicios, como las de teléfonos, luz y agua, pueden ser originadoras dentro de su esquema de titulación<sup>42</sup>, de sus cuentas por cobrar por dichos servicios. De lo que se desprende que por las características descritas, que las llamadas a convertirse en originadoras serán las empresas bancarias, financieras de seguros, de arrendamiento financiero, de crédito de consumo, servicios públicos, entre otras.

El rol del originante no sólo consiste en “agrupar” o “empaquetar” los valores. El buen originante debe ser lo suficientemente apto para identificar, primero, si es preferible financiarse mediante la titulación de sus activos de baja liquidez, o bien si le conviene emitir títulos de deuda respaldados por su propio patrimonio debido a que se trata de una empresa que goza de buena calificación crediticia en el mercado; en caso de que la mejor opción sea la titulación, debe decidir que activos va a transmitir, es decir cuales reúnen las características necesarias<sup>43</sup>, y luego de ello estudiar con detenimiento la conveniencia de conservar la administración de la cartera de créditos a efectos de

<sup>37</sup> Lisoprawsky, siguiendo al Estudio de H. Alegría, “Securitización. Documentos de Trabajo”. Bs.As.,1992, divide a los partícipes en el proceso de titulación en *necesarios*, entre los que incluye al originador, el vehículo, el tomador/colocador de los títulos valores y el inversor, y en *contingentes o secundarios*, incluyendo dentro de este grupo al administrador de cartera, e depositario de los instrumentos transmitidos, la calificadora de riesgo, el garante y los proveedores de fondos. El mismo trabajo es mencionado por Rodrigo Menéndez en su Tesina “Titulación de Activos”, Bs.As.,2002, también citado en “Tratado De Los Contratos De Empresa de Martorell” pp.813. y tomado por Julio Vidal en su tesis “Titulación de Activos”. A pesar de ello se considero otras clasificaciones a fin de mencionar el mayor número de partícipes y funciones, tomando en cuenta su orden de importancia.

<sup>39</sup> Alcázar Uzátegui, Rafael “La Titulación de Activos en el Perú”. *Ius Et Veritas*, N°18, Año IX, pag.299.

<sup>40</sup> Rodrigo Menéndez, “La Titulación de Activos en la Argentina”. Universidad de Belgrano. Octubre. Bs. As., Octubre, 2002.

<sup>41</sup> Leyva Saavedra utiliza el término securitización.

<sup>42</sup> *Idem*.

quedarse con los honorarios, empero debe sopesar esta ventaja con las responsabilidades que ello implica.

Con expresión de la economía de gastos que ello conlleva y de atractivo de masivos beneficios para los intervinientes, se da la particularidad de que con la mayor frecuencia el originante (acreedor) conserva, a cambio de una comisión, la administración de los activos una vez transmitidos, más aún todavía si la tituladora es una sociedad subordinada o controlada<sup>44</sup>. Es decir también sería servidor<sup>45</sup>.

Se puede decir que en general los potenciales originadores deben reunir, en función de la economía del proceso titulador, la mayoría de las siguientes características: Que transmitan o se respalden en créditos documentados por pagarés, letras, mutuos o créditos susceptibles de transmisión no compleja y de inmediata acreditación frente a terceros; que tengan un volumen significativo de transacciones y una cartera de relativa importancia con características de homogeneidad, en el sentido en que esté dirigida a un mercado específico y objetivo de características similares, con posibilidades de someterla al análisis estadístico<sup>46</sup>; que hayan agotado el acceso al crédito por vías convencionales, ya sea por saturación de la capacidad crediticia o por carecer de ella; no estén particularmente interesados o carezcan de capacidad para acceder a la oferta pública mediante la emisión de sus propios títulos.

Este tipo de titulización se conoce como titulización One off o de primer grado, ya que consta de un solo originante, además de esta existe la de originadores múltiples o titulización de segundo grado, en la que al patrimonio a titular se integra con activos homogéneos transferidos al vehículo por una pluralidad de originantes. Este procedimiento permite a muchas empresas minimizar los costos a través de la utilización de un vehículo común<sup>47</sup>.

### **3.1.5.2 El Vehículo de Propósito Especial y el Fiduciario o Mandatario<sup>48</sup> (Denominados también, "Special Purpose Vehicle" e "Issuer")<sup>49</sup>**

Sin dudas, estamos frente al sujeto más importante dentro de un proceso titulador. Importancia esta que se asienta en la cantidad de las funciones que recaen en ella.

El Vehículo de Propósito Especial es la categoría o especie jurídica a la cual se le

<sup>43</sup> Serían: Homogeneidad, transparencia en su contenido, alto grado de predictibilidad acerca de su evolución y cumplimiento, dirección a un mercado específico que permita el análisis estadístico, que permita análisis de los flujos.

<sup>44</sup> Lo que pasa con los bancos por ejemplo, cuando tienen la mayoría de acciones de la Sociedad Tituladora.

<sup>45</sup> Normalmente son los Bancos.

<sup>46</sup> Lisopraswky : "La atipicidad de cada crédito, individualmente considerado, conspira contra el proceso de titulización del conjunto porque hace difícil y sumamente costoso el análisis de la calidad de los activos, en el abordaje respaldados en activos poco transparentes o heterogéneos". Martorell, Ernesto Eduardo; Lisopraswky "Tratado de Los contratos de Empresa".Bs.As.

<sup>47</sup> De aquí surge la sugerencia de una "Central de Titulización", lo cual sería muy lejano en nuestro mercado.

<sup>48</sup> En Perú existen dos clases: Sociedad Tituladora o Sociedad de Propósito Especial.

trasmiten los activos, ya sea mediante venta, cesión o endoso. Más allá de la forma que adquiera, lo trascendental en cuanto a la función del vehículo es que debe cumplir adecuadamente su finalidad aisladora de los activos transmitidos, de modo tal que queden completamente fuera del alcance de los acreedores, tanto del originante como del mismo vehículo o patrimonio constituido. Esto es, para que se de lo que en la jerga se conoce como una entidad bankruptcy o de quiebra remota, ya que los inversores tendrán en cuenta los activos e si mismos mas que la solvencia misma del originante. Ello explica el hecho de que el éxito de la titulización dependa de que los activos titulizados resulten atractivos, independientemente del originante.

El Fiduciario por lo general adopta la forma de sociedad anónima (en Perú obligatoriamente la norma lo indica), o se da la estructura de un fideicomiso administrado por una entidad fideicomisaria. Adquiere, como ya se mencionó, por venta, cesión o endoso un conjunto de créditos agrupados en un “paquete” preparado previamente por el originador transferente, aislándolos a fin de evitar el riesgo de la empresa de donde vienen. Esta operación es efectuada con el objeto de que seguida e inmediatamente se efectúe una emisión de valores, los cuales serán primordialmente respaldados por los activos adquiridos al efecto por el fiduciario. El precio de compra de los activos es pagado con el producto de la colocación de los valores en el mercado de capitales. El fiduciario o sociedad no deberá asumir otro tipo de obligaciones que no sean las derivadas de la emisión de valores mobiliarios, siendo dicha entidad la responsable directa por el repago puntual de los valores frente a los inversionistas tenedores de los mismos.

La empresa fiduciaria, para tener éxito en el mercado de capitales como emisora de valores titulizados debe mostrarse como una institución sólida e inmune a cualquier declaratoria concursal del originador. Para ser inmune o remota de quiebra, la estructura organizacional de la entidad fiduciaria debe limitarse estrictamente a las actividades que le son permitidas; el objetivo es prevenir que acreedores, que no sean los tenedores de los títulos, tengan reclamos contra la el fiduciario que les permita iniciar una acción de petición de insolvencia o quiebra en contra ésta. Finalmente, hay que agregar que estas sociedades gozan de independencia jurídica, contable y tributaria.<sup>50</sup>

En cuanto a los fiduciarios cabe agregar que perciben distintas denominaciones y funciones, y pueden actuar como colocador y underwriter, entre otras funciones y estructuras siendo a resaltar a los llamados “conduits” (conductos) generalmente realizados por grandes blancos, los cuales adquieren activos de diversos originadores, los organizan u estructuran conformando con ellos un conjunto homogéneo sólido de bajo

---

<sup>49</sup> En otras legislaciones se presenta la figura del *mandatario o trustee*, como la persona jurídica o natural que representa a los inversionistas, dependiendo del país la función del denominado *trustee* varía. También se denomina en otros países al representante de los inversionistas *Fideicomisario*. Como comentario es de notarse que los intervinientes, sus denominaciones y funciones varían según cada país, por lo que no puede hablarse de funciones o participantes “principales”, puesto que a nivel internacional no parecen haberse consolidado, sin embargo, la referencia será la norteamericana por ser la más importante del mundo, a mi entender.

<sup>50</sup> Una entidad financiera puede sin embargo tener un vehículo de propósito especial, y “agrupar” sus créditos (ser originante) y titularlos, tanto como los de terceros.

riesgo.

### 3.1.5.3 Servidor

También muy importante por las funciones que puede realizar, normalmente son las entidades originadoras del proceso, el rol del servidor consiste en la prestación de sus servicios de cobranza o colección (cobranza del originador de ser el caso, o colección del dinero para el fiduciario) de los activos subyacentes a una emisión de valores, actuando sobre los morosos, persiguiendo el cobro de acreencias. Tal servicio es efectuado por cuenta del fiduciario, quien es dentro de un proceso de titulización, el propietario de tales activos subyacentes.

Por ello los originadores son normalmente designados para cumplir con esta tarea, se debe a su mejor conocimiento de los deudores en razón de la evaluación practicada respecto a la solvencia de los mismos al momento de otorgarles los créditos que han sido transferidos a la sociedad titulizadora, lo cual evidentemente facilita el seguimiento y cobranza correspondiente a tales activos crediticios y además reduce costos.

Alcázar Uzátegui, Rafael la define: "Entidad encargada de administrar los activos objeto de la titulización y recaudar los flujos provenientes de los activos, siendo importante mencionar que el servidor puede ser el mismo originador". Por lo que puede se entiende que pueden ser administradores de los activos <sup>51</sup>.

El servidor debe además proveer la información ateniende a su gestión, mensual y anualmente según establezcan las normas de cada país.

La mayor o menor cantidad de funciones, así como la modalidad de la administración dependen del contrato de administración que se celebra al momento de estructurar un proceso. La información será necesaria a fin de controlar el cumplimiento de las cláusulas del contrato de emisión, así como evaluar su capacidad, experiencia, el sistema de administración utilizado y los movimientos de los flujos.

Entre sus funciones posibles está la de administrador, depositario, estructurador, emisor y colocador, finalmente, además, el servidor puede ser el mismo fideicomitente (Titular de activos).

### 3.1.5.4 Los Mejoradores

Son entidades que asumen riesgos frente a los inversionistas de una emisión de valores. El principal objetivo de dicho rol es, en cierta forma, asegurar a los inversionistas en valores contra ciertos riesgos que los activos colaterales o subyacentes pueden involucrar. El servicio de los mejoradores deberá ser provisto por una entidad distinta de los originadores a efecto de que el vehículo de propósito especial no sea tratado o considerado de forma consolidada como el alter ego de los originadores de la emisión de valores. Bajo la legislación de algunos países el antes mencionado tema de diferenciación tiene especial relevancia para efectos de la aplicación de regulaciones de quiebra. La cobertura del servicio del mejorador cuando menos persigue garantizar indirectamente una administración apropiada de los activos subyacentes a la emisión de valores, con el objeto de proteger así el flujo de ingresos que tales activos deben generar,

---

<sup>51</sup> En el caso por ejemplo que los activos subyacentes se constituyan de flujos de caja.

o por lo menos se espera que generen.

Por tanto, el servicio mejorador de una emisión de valores de alguna forma sirve para certificar la calidad de los activos subyacentes a la emisión a lo largo de la vigencia de los valores emitidos, a lo largo de un periodo determinado de tiempo. Adicionalmente, un segundo objetivo o rol de los mejoradores es ser un proveedor de liquidez, a efectos de garantizar la cancelación puntual de los pagos que los valores generen a favor de sus tenedores<sup>52</sup>.

Puede tratarse de fiadores, avalistas, deudores hipotecarios o prendarios, o bien una campaña de seguros que asegure los pagos, aunque su utilización en algunos países podría ser antieconómica por la excesiva onerosidad que ello implica.

Son denominados también Garantes (o credit enhancer) que también implica a veces subordinación de deudas en otros países no sólo garantías.

Leyva Saavedra<sup>53</sup>, señala una función similar denominándolos Apoyos Crediticios, e indica "...los tipos de apoyo crediticio son por lo general, dos: uno de orden interno en el que se incluyen la sobrecolateralización y la subordinación de la emisión; el otro de orden externo compuesto por las garantías de las instituciones bancarias o financieras, seguros de crédito, depósitos en dinero u otros que prevengan de fuentes externas a la empresa originadora". En este caso considero se ha referido a los mecanismos de mejora, y bajo ese punto de vista el mismo originador puede ser mejorador si realiza una mejora interna.

### **3.1.5.5 Clasificadoras de Riesgos.**

Presentan la calificación de los valores emitidos mediante una evaluación de la calidad del valor emitido como objeto de inversión. Son múltiples los criterios intervinientes en el proceso de evaluación, que no necesariamente involucra sólo aspectos financieros. La calificación efectuada por el agente clasificador tiene por objeto informar al mercado de manera general acerca de la cantidad o nivel de riesgo que potencialmente involucra la inversión de un determinado valor.

Para ello se analizan entre otros aspectos los compromisos que se asumen con la emisión, teniendo en cuenta los créditos que constituyen la cartera transferida que proveerá el flujo de fondos, evaluará su siniestralidad la suficiencia o no de las garantías y seguros que protegen esos créditos originales y las obligaciones que asume el originante en su caso.

Participan en la estructuración del proceso, evaluando el posible riesgo de los valores a emitirse y hacen las recomendaciones respectivas a fin de mejorar su rating.

### **3.1.5.6 Inversionistas, Fideicomisario o Fideicometido**

Las personas naturales o jurídicas que colocan sus recursos en los valores emitidos, siendo los tenedores de éstos.

### **3.1.5.7 Estructurador del Proceso**

---

<sup>52</sup> Miguel Denegri Portella, "La Titulización de Créditos Hipotecarios", Themis 35, pp.68.

<sup>53</sup> Leyva Saavedra, José. "Securitización de Activos". Revista Jurídica del Perú. N°19, Año II. Marzo 2000.

Asesor externo que brinda sus servicios para el diseño estratégico del proceso desde el punto de vista financiero, contable y legal.

### **3.1.5.8 Emisor o Entidad Emisora**

Entidad que emite los títulos valores que son colocados en los mercados de capitales y que obtiene los recursos provenientes de la emisión para entregárselos al Fideicomitente

### **3.1.5.9 Colocador, Agente Colocador ó Suscriptor**

Como el nombre lo indica, son entidades que prestan el servicio de promover y colocar efectivamente una emisión de valores. Esto suele darse por medio de la celebración de un contrato de Underwriting entre uno o más agentes colocadores y el servidor emisor de los valores. La función de Underwriter y colocador no son idénticas, pero en virtud del mencionado contrato, el colocador no solo tiene el rol de promotor, sino que además asume la obligación de colocar efectivamente la totalidad o un monto o porción definido de la emisión de valores en el mercado primario de valores, contra el cobro de una comisión por tal servicio (contraprestación). Bajo el mencionado contrato, de no hacerse efectiva en su integridad la colocación comprometida, es el propio agente colocador quien entonces asume la obligación de adquirir la porción de valores no colocada.

En lo que respecta a la colocación de la emisión, la colocación privada es la más económica y de mayor celeridad, en relación al proceso de oferta pública, sin embargo esta aparente ventaja será contraria si disminuye el número potencial de compradores, por lo que es necesario diseñar títulos que satisfagan las necesidades específicas de determinados inversores en cuanto a tasas, plazos, flujos y otras variables decisivas (tributación, calificación).

### **3.1.5.10 Underwriter**

El Underwriter, es el agente legalmente autorizado para vender los títulos a los inversionistas<sup>54</sup>, sería un intermediario financiero, pues su propósito es desprenderse lo mas pronto posible de los títulos, su función no es pues, la de un inversor, sino la de un intermediario que promueve la colocación de los títulos para obtener un margen a su favor, dependiendo del contrato de Underwriting, puede realizar las funciones de Estructurador, Emisor y Colocador.

### **3.1.5.11 Banca de Inversión**

La Banca de Inversión es contratada normalmente en estos procesos, normalmente asume muchas funciones, siendo las más importante la de Underwriter y Colocador, dada su gran capacidad de promover títulos y cubrirlos con su capital en caso de no ser vendidos, lo cual pasa en pocas ocasiones, ya que siempre éstos asumirán emisiones gran envergadura.

Otras funciones que asume son las de estructurador, emisor, servidor y hasta mejorador, dependiendo de la estructura y legislación que a veces no permiten la concurrencia de ciertas funciones en una sola entidad.

---

<sup>54</sup> Alcázar Uzátegui, Rafael. "La Titulización de Activos en el Perú". Ius Et Veritas. N°18.

#### **3.1.5.12 Asesor Legal, Tributario, Contable, Financiero y otros.**

Son estudios de abogados mayormente los que asumen estas funciones, apoyados de equipos multidisciplinarios <sup>55</sup>, cobran comisiones y negocian las que le corresponden al servidor, estructuradores, emisores y otros.

#### **3.1.5.13 Proveedores de Fondos**

Cuando se titulizan activos que proveen un flujo regular de fondos, suele aparecer esta figura de asistencia crediticia que consiste en una especie garante del cash flows pretendido, para el supuesto de que se produzcan asincronías, (riesgo de descalce) entre los vencimientos de intereses y la autorización de los títulos y el ingreso de fondos. Este lugar puede ser ocupado por un banco, o suele ser práctica común que sean ocupados por los mismos originadores, los que constituyen un fondo de garantía para el supuesto de que suceda este bache o gap funding. Pensamos que esta última variante conculca contra el espíritu de esta práctica, dado que el originante debe desprenderse totalmente de los activos transmitidos y dentro de su pasivo no debe quedar ningún resquicio de los mismos. Este fondo vendría a ser una provisión que no haría más que “contaminar” el balance.

#### **3.1.5.14 Depositario.**

Se trata del sujeto que se queda con la tenencia de los documentos que instrumentan la existencia de los créditos transmitidos por la operatoria. Puede tratarse de una identidad financiera o una caja de valores, o bien, y al igual que en el caso del administrador, puede ser el mismo originante el que conserve la tarea, la cual es una fuente de ingresos extra por los honorarios que pueda percibir por los servicios prestados. De más esta decir que no se trata de una figura necesaria para el desarrollo de la titulización de activos, pudiendo prescindirse de la misma sin mayores consecuencias.

#### **3.1.5.15 Deudores de los Créditos Hipotecarios Subyacentes (Colaterales) a la emisión.**

Esto se da en el caso de la titulización hipotecaria, son la parte deudora en los créditos hipotecarios cuyos pagos de las obligaciones con garantía hipotecaria sirven como activos subyacentes en una emisión. Que ya puede haber sido estructurada con ese fin.

Como se habrá observado, en la práctica se da que una misma entidad participante hace las veces en mas de uno de los roles mencionados. Así por ejemplo, en un determinado proceso de Titulización la entidad originadora administra los activos o la cartera transferida haciendo las veces de administrador. Por otro lado la entidad emisora puede hacer las veces de administrador, o la administradora puede también cumplir el rol de estructurador y/o colocador, etc. Todo depende de las condiciones del mercado. Y de las decisiones que se tomen en cada uno de los procesos.

### **3.1.6.- CARACTERÍSTICAS DE LOS ACTIVOS EN LA TITULIZACIÓN**

---

<sup>55</sup> Mayormente estudios de abogados.

No cualquier activo proveniente de préstamos u otras variantes crediticias, tal como las facturas comerciales, rentas locativas, leasings, etc., puede ser titulado. La titulización de un activo depende de las particularidades del crédito de que se trate: instrumentación, características de los deudores, plazos de pago, singularidades del originador, determinan entre otros factores, la conveniencia o viabilidad del mecanismo<sup>56</sup>.

Hay que resaltar al riesgo como factor determinante a la hora de estructurar los títulos o certificados respaldados por activos toda vez que existe una relación riesgo-precio que es inversamente proporcional: a mayor riesgo, menor rendimiento del título para el emisor. El rendimiento será el que señalará la utilidad de realizar un proceso de titulización<sup>57</sup>. Ello, entre otros factores determinará la viabilidad del proceso, pues si en el afán de emitir títulos de alto riesgo con la buena calificación, (aceptable al menos), se requieren muchas garantías adicionales, el proceso se hará antieconómico, presentándose como ventajosas entonces otras fuentes tradicionales.

### **Características que deben reunir:**

A - Deben ser activos de similar naturaleza o característica, es decir activos financieros homogéneos u homogenizables<sup>58</sup>, debido a que los flujos futuros deben ser predecibles.

Lo ideal es que los derechos o créditos que forman parte de los activos transferidos sean homogéneos, con un índice de siniestralidad apropiada, y con retornos superiores a los activos titulizados.

Debe haber en todo caso una homogeneización de las operaciones crediticias que facilite y abarate todo el proceso, que supone la posibilidad de armonizar otros aspectos específicos como los procedimientos de revisibilidad de los tipos de interés y los ratios financieros, agilizar y abaratar los costes de ejecución y realización de garantías, conseguir una documentación estandarizada de las operaciones el historial informatizado, etc.

B - Debe ser posible la agrupación de un volumen relevante en cuantía total y número de operaciones, facilitando el análisis estadístico del riesgo crediticio del conjunto. El objetivo es evaluar dicho riesgo y determinar los procedimientos posibles de cobertura<sup>59</sup>.

No se puede hablar en abstracto de un volumen monetario mínimo del colateral para realizar una titulización ya que depende de múltiples factores como la dimensión de cada sistema financiero, la naturaleza de los activos de respaldo, la existencia o no de una arquitectura de emisión, la diversificación y riesgo crediticio de la cartera, la rentabilidad de las operaciones agrupadas, la calificación pretendida y las coberturas necesarias<sup>60</sup>.

---

<sup>56</sup> Bárbara J. Moss, The benefits and risks of asset securitization, citado por E.E. Martorell, "Tratado de Los Contratos de Empresa"

<sup>57</sup> Se produciría una neutralización de la técnica analizada.

<sup>58</sup> Homogenizables para el caso en que no siendo homogéneos se adaptan para el proceso.

<sup>59</sup> Los activos pueden incluir pequeños y medianos capitales, sin embargo en Perú podrán serlo grandes capitales solamente.

C – Deben darse en un contexto de diversificación geográfica y socio económica de las operaciones buscando diluir el riesgo crediticio.

D – Deben tener criterios de selección contrastados y suficientemente evaluables de manera que se facilite con posterioridad la determinación y realización tanto de calificación como de los mecanismos de cobertura.

E – Deben ser capaces de generar flujos de caja periódicos y predecibles tanto para el pago de intereses como para la devolución del principal, contándose con mínimas tasas de morosidad e insolvencia para que la emisión no se encarezca y se pueda compensar, mediante coberturas, esos elementos de riesgo. (la solidez abaratará las coberturas). Las garantías adicionales de naturaleza real apoyan el activo del fondo de titulización y en consecuencia la solvencia del mismo, siendo aconsejable que tengan un valor liquidativo de rápida realización y lo más próximo a su valor inicialmente imputado, todo lo cual permitirá tener un esquema o programa de pagos de los valores emitidos <sup>61</sup>.

F – Que los créditos derivados de los activos cuenten con la mayor documentación posible, de forma que el tercer que los adquiera pueda cobrarlos sin ninguna limitación, así dicha información le permite a la entidad emisora calcular el interés fijo que va a reeditar el título emitido sobre el respaldo de los activos titulizados <sup>62</sup>.

G – Diversidad de deudores, alta liquidez, bajos niveles o probabilidades históricas de incumplimientos.

### 3.1.7 ACTIVOS TITULIZABLES

---

Mayormente serán créditos otorgados por entidades financieras, describo los mas mencionados.

#### 3.1.7.1 PRÉSTAMOS HIPOTECARIOS

Cuando en el presente trabajo se exponen los orígenes de la titulización se evidencia la vinculación del proceso al mercado hipotecario, en cuyo ámbito se persigue originalmente la obtención de los beneficios que la titulización acarrea.

Nos encontramos entonces con el núcleo operativo primario de los procesos de titulización, hasta el punto que fueron causa vital en el desarrollo del fenómeno, allí donde ha tenido lugar, siempre se ha buscado este tipo de inversión crediticia. Los préstamos hipotecarios se caracterizan, en los distintos sistemas financieros, porque implican la prestación de una garantía real sobre un bien inmueble, respondiendo de las obligaciones financieras asumidas por el prestatario. A partir de esta condición indispensable en estas

<sup>60</sup> Almogura. Pág. 105. Op. Cit.

<sup>61</sup> Si se requiere cierta regularidad de los flujos derivados de los activos materia de titulización. Por tal motivo escapan a un proceso de titulización las cuentas por cobrar que tienen un carácter eventual y que no forman parte de las operaciones involucradas en el giro propio de la empresa. Tomado del artículo "¿Cómo y por qué hacer una Operación de Titulización de Activos?", Jorge Lazo, Fátima de Romaña. Revista THEMIS N° 37.pp.100.

<sup>62</sup> Revista THEMIS N° 37; pág. 100. Artículo cit.

operaciones y sin perjuicio de la concepción jurídica de cada legislación respecto a este derecho de garantía, encontramos otros parámetros comunes como son plazos dilatados, tipos de interés más reducidos que en otras operaciones de financiación, mayor número de requisitos para la concesión y la formalización, vinculación con operaciones de seguro o, finalmente, un régimen fiscal más beneficioso<sup>63</sup>. (Las operaciones hipotecarias por lo tanto pueden clasificarse de variadas formas)

### **3.1.7.2 PRÉSTAMOS PARA ADQUISICIÓN DE VEHÍCULOS**

Los préstamos para adquisición de automóviles, camiones y otros vehículos constituyen el segmento más importante de la titulización no hipotecaria a nivel mundial, aunque en algunos períodos comparten el liderazgo de emisiones puestas en el mercado con la titulización de facturación de tarjetas de crédito. En Estados Unidos se titula alrededor del 12 por 100 de estos préstamos concedidos y la primera emisión de esta clase tuvo lugar en dicho país.

Desde el punto de vista financiero éstas operaciones adoptan la forma de préstamo, aunque también se contrata la financiación como arrendamiento financiero, a corto o medio plazo, de uno o cinco años máximo. Los tipos de interés son, por lo general más elevados que en las operaciones hipotecarias aunque hay que resaltar que en determinadas campañas de promoción, y destacadamente en financiación de marcas, pueden ofrecerse por debajo del mercado buscando incentivar la compra de los automóviles.

### **3.1.7.3 FACTURAS POR TARJETAS DE CRÉDITO**

A pesar de ciertas dificultades inherentes a esta modalidad de financiación (corto plazo y de difícil previsión, importe reducido, elevada morosidad en comparación con otros préstamos y variedad de modalidades en el mercado) la primera emisión pública con estos derechos de crédito como colateral tiene lugar en 1987 y se realiza pro Republic Bank Delaware (filial del Republic Bank Corporation of Texas) por un importe de 200\$ millones correspondiendo a 227.000 cuentas de Visa y MasterCard.

Es importante recordar el mayor riesgo crediticio que presenta este tipo de operaciones respecto a otras que sirven de colateral de los flujos. Las entidades prestamistas únicamente cuentan con la obligación personal de pago asumida por los titulares de las tarjetas sin afección de ninguna clase de bienes y, en caso de crisis de liquidez, los deudores atenderán primero los préstamos especialmente garantizados por bienes inmuebles o muebles. Las tasas de insolvencia difieren según los criterios selectivos de cada entidad crediticia, de la madurez de las cuentas a cobrar o de la distribución geográfica de las mismas, enumerando así tres aspectos relevantes.

La rentabilidad activa de esta financiación se compone del interés por aplazamiento en los pagos, normalmente superior a otras operaciones crediticias, y por otros factores añadidos como comisiones anuales de mantenimiento, comisiones por compras en divisas o retiradas de efectivo y comisiones por exceso de disposiciones en relación al límite contratado. En algunos países, como Estados Unidos, las tarjetas de crédito han adquirido tal importancia en la financiación del consumo que las autoridades han decidido

---

<sup>63</sup> Almoguera. Ob. Cit. Pág. 109.

establecer topes a algunos de los conceptos enumerados, limitando por tanto la rentabilidad efectiva de estas cuentas por cobrar.

#### **3.1.7.4 OTRAS ACTIVOS TITULIZABLES**

Serían: Los activos de las empresas, cuentas por cobrar de las mismas, créditos para exportación, préstamos de consumo, también demuestran buena aptitud para ser objeto de titulización y otros.

El crédito hipotecario es el que mejores características presenta para la titulización, porque sus tasas de morosidad e incobrabilidad suelen ser bajas. Presenta la ventaja de una instrumentación formal y relativamente uniforme, además su valor se presenta estable en el tiempo, salvo en épocas de crisis con oscilaciones agudas.

## **3.2.- EL PROCESO PERUANO Y SUS CARACTERÍSTICAS**

### **3.2.1.- ANTECEDENTES**

---

El Decreto Legislativo N° 861 posibilita la formación de Procesos de Titulización, dedicándole el Título XI a dicho instrumento financiero, el mismo que contiene 49 artículos, lo cual nos da la idea de la importancia que le dio el legislador, con la obvia intención de implementar estos procesos en razón de los beneficios probados que su implementación había reportado en otros países, tanto a nivel Micro, como también Macro económico<sup>64</sup>.

Sin embargo, desde un inicio se ha advertido que estos procesos no se generarán con éxito y por generación espontánea en el Perú, sin la participación activa del estado como creador y promotor de un Mercado Secundaria del Valores.

### **3.2.2.- DEFINICIÓN EN LA LEGISLACIÓN PERUANA**

---

La Ley del Mercado de Valores no da una exacta definición, simplemente describe la operación, al respecto señala que es 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, comprende la transferencia de los activos a referido patrimonio y a la emisión de los respectivos valores..."<sup>65</sup>.

<sup>64</sup> "La Titulización de Créditos Hipotecarios", Miguel G. Denegri Portella, Revista THEMIS N° 35, Pág. 70. Al respecto en este artículo, que data de 1997, el autor señala la importancia que tiene la participación del Estado en la implementación de los procesos, siendo que en EE.UU., el mercado con más procesos en el mundo, el estado continúa como promotor y "creador" de mercado, no obstante ser una economía de las más liberales; además advierte ante al novedosa ley que puede quedar en "letra muerta" o limitada, predicciones que parcialmente se están dando.

Esta tentativa de definición no es en realidad tal, simplemente describe la operación, y definir no es lo mismo que describir, la definición resuelve la pregunta ¿Qué es?, mientras que la descripción la pregunta ¿Cómo es?, sin embargo coincidimos con Leyva Saavedra<sup>66</sup> al indicar que en este tipo de instituciones, tan complejas en su estructura interna como externa, se necesita más la categoría lógica del tipo antes que el concepto abstracto. De otro lado, la misma ley mencionada señala que para los procesos de titulización, se entenderá por activos a “los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos<sup>67</sup>”.

Por el fideicomiso de titulización, entonces, una persona jurídica que busca liquidez, a la que se denomina “fideicomitente” u “originador”, transferirá parte de sus activos a una fiduciaria (sociedad titulizadora) que creará un patrimonio autónomo (patrimonio fideicometido). Contra este patrimonio se emitirán valores y él mismo servirá de respaldo al pago de los derechos que tienen los fideicomisarios (inversionistas) que adquirieron estos valores.

### 3.2.3.- MODALIDADES DE TITULIZACIÓN EN EL PERU

---

Con respecto a las modalidades de realizar estos procesos, en la doctrina existen diversas clasificaciones y tipos, y los especialistas peruanos han designado a las modalidades de titulización de activos como “Mecanismos”<sup>68</sup> o “Modalidades”<sup>69</sup> de Pass Through y Pay Through, sin embargo, esto no sería, en nuestra opinión, lo más adecuado pues cada legislación le da características particulares a sus procesos, no siendo en rigor adecuada una clasificación de esa manera, y tampoco se justifica con fines didácticos, pues a los inversionistas nacionales les interesa nuestra normativa en estricto, el inversionista institucional se encuentra siempre debidamente asesorado, y al inversionista extranjero podría llevarlo a confusiones, por ello coincidimos con Leyva Saavedra<sup>70</sup>, Javier Benavides Gonzales<sup>71</sup>, Ulises Montoya Manfredi<sup>72</sup>, quienes prefieren los

<sup>65</sup> Art. 291° de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>66</sup> “Securitización de Activos”, José Leyva Saavedra, Revista Jurídica del Perú, Año II, N° 19, Febrero del 2000.

<sup>67</sup> Art. 292° de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>68</sup> “¿Cómo y por qué hacer una Operación de Titulización de Activos?”, Jorge Lazo, Fátima de Romaña. Revista THEMIS N° 37, Pág. 102.

<sup>69</sup> “¿Por qué realizar una Titulización de Activos?”, Cecilia O’Neill de la Fuente, Opinión, Febrero del 2001.

<sup>70</sup> “Securitización de Activos”, José Leyva Saavedra, Revista Jurídica del Perú, Año II, N° 19, Febrero del 2000.

<sup>71</sup> Javier Benavides Gonzales, “Titulización de Activos: aproximaciones a su Desarrollo en el Perú”. Estudios sobre el Mercado de Valores. Ed. Cuzco, 2000. Del mismo autor “Titulización de Activos en el Perú”, THEMIS N° 40, 2da. Epoca, 2000.

<sup>72</sup> Ulises Montoya Manfredi, Derecho Comercial Tomo II, Pág. 435 y Ss.

términos utilizados en nuestra normativa a fin de indicar las modalidades de titulización.

De acuerdo a lo expuesto y recogiendo lo señalado en el Art. 294 de la Ley del Mercado de Valores, las Modalidades de Titulización en el Perú serían (de acuerdo a la modalidad de transferencia de los activos):<sup>73</sup>

### **3.2.3.1 FIDEICOMISO DE TITULIZACIÓN**

Conocida por algunos como “Pass Through”, según el cual una persona – empresa originadora - denominada fideicomitente, se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos (conocidos como “paquete” de activos) a favor de un fiduciario – sociedad tituladora - para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto a dominio fiduciario ( es decir a la administración) de éste último y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición posterior concede a los inversionistas o titulares de estos valores la calidad de fideicomisarios.

### **3.2.3.2 SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL**

Conocida por algunos como “Pay Through”, mediante esta modalidad el originador vende los activos que van a ser materia del proceso de Titulización a la entidad tituladora y esta última incorpora estos activos a su patrimonio y emite los valores negociables con respaldo de su propio patrimonio. Las entidades tituladoras son sociedades anónimas cuyo patrimonio se encontraría entonces 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<sup>74</sup>.

Ahora bien, ambas modalidades implican la existencia de un Patrimonio De Propósito Exclusivo<sup>75</sup>, que servirá de respaldo para el pago de los derechos que tienen los fideicomisarios (Inversionistas).

En la primera de las modalidades el fideicomitente (originador) transferirá parte de sus activos a fin de constituir un patrimonio en fideicomiso que estará sujeto al dominio del fiduciario. Contra este patrimonio se emitirán valores que se entregarán a los fideicomisarios, quienes entregarán dinero en efectivo y éste se dará al fideicomitente, habiéndose pagado con anticipación los honorarios del fiduciario. Luego, el servidor “quien ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes” del patrimonio en fideicomiso, transferirá el dinero cobrado al patrimonio fideicometido y con él se pagará a los fideicomisarios (inversionistas), según los términos en virtud a los cuales se emitieron los valores. Estos pagos dan una seguridad a los inversionistas, pues, en el supuesto de incumplimiento de uno de éstos, podrán pedir el pago del saldo total que se les adeuda. Por último, podrá existir un mejorador con el fin de otorgar

---

<sup>73</sup> La Ley del Mercado de Valores en el inciso c) del Art. 294, establece que CONASEV, podrá establecer otras modalidades, lo cual no ha acontecido a la fecha.

<sup>74</sup> Art. 324 de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>75</sup> Estamos ante una modalidad de fideicomiso.

garantías adicionales que hagan mas segura la inversión.

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 esta sociedades esta 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.

### 3.2.4.- PATRIMONIOS A CONSTITUIR

---

Se ha establecido dos tipos de patrimonio que respaldan y avalan el pago de los valores emitidos en el proceso de Titulización.

#### 3.2.4.1 PATRIMONIO DE PROPÓSITO EXCLUSIVO (PPE)

Es aquel patrimonio que esta conformado por el resultado de una Titulización y que sirve de respaldo al pago de los derechos incorporados en los valores mobiliarios que resulten emitidos en dicho proceso.

Es un patrimonio autónomo, distinto al patrimonio propio de la sociedad titulizadora (fiduciario), del originador (fideicomitente) o del beneficiario del patrimonio autónomo. Es un patrimonio sobre el cual la sociedad titulizadora ejerce el dominio fiduciario y se le confiere las facultades de administración, uso, disposición y reivindicación de acuerdo con la finalidad con la que fue constituido el fideicomiso de Titulización.

#### 3.2.4.2 PATRIMONIO DE SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL (SPE)

Son sociedades anónimas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios obtenidos de una Titulización y su objeto social se limita a la adquisición de dichos activos y a la emisión y pago de los títulos emitidos, garantizados con su propio patrimonio.

### 3.2.5.- PRINCIPALES SUJETOS INTERVINIENTES, SU FUNCIÓN DE ACUERDO A NUESTRA LEGISLACIÓN

---

**3.2.5.1. El originador.-** En nuestra legislación definida en el Inc. d) del Art. 292 de la Ley del Mercado de Valores como: La persona en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo y que se obliga a transferir los activos que lo integrarán.

Es la empresa propietaria de los activos a titular. Es la que da inicio al proceso, puede ser una empresa bancaria, financiera, comercial, industrial, de servicios, de seguros, pública o privada, que usualmente iniciará el proceso sobre sus cuentas por cobrar. Por las características del proceso las originadoras serán Empresas del Sistema Financiero, Empresas del Sistema de Seguros, Empresas de Servicios Públicos, entre otras <sup>76</sup>.

**3.2.5.2. La Sociedad Emisora.-** En nuestra legislación está referida a las Sociedades Titulizadoras y las Sociedades de Propósito Especial <sup>77</sup>, cuyo objeto social

es claramente señalado en el Art. 302<sup>76</sup> y 324<sup>79</sup> de la Ley del Mercado de Valores, respectivamente:

Estas Empresas para ser exitosas requieren ser sólidas e inmunes a cualquier declaratoria concursal del originador. Para ser inmune o remota de quiebra la estructura organizacional de dichas sociedades debe limitarse estrictamente a las actividades que le son permitidas; el objetivo de la norma es prevenir que acreedores que no sean tenedores de títulos emitidos en el proceso de titulización, tengan reclamos contra las sociedades. Por ello en la Ley y su reglamento se establecen Normas de protección a los inversionistas, entre ellas el Art. 298<sup>80</sup>, 399 y 300 de la Ley del Mercado de Valores, gozan de independencia jurídica, contable y tributaria.

Si bien la normativa señala que sólo éstas sociedades pueden participar en procesos de titulización, sería interesante que en un futuro próximo se pueda extender esta capacidad a las Empresas de Servicios Fiduciarios toda vez que los Patrimonios Fideicometidos al parecer ofrecen las garantías suficientes<sup>81</sup>.

**3.2.5.3. El Mejorador.-** en nuestra legislación definida en el Inc. c) del Art. 292 de la Ley del Mercado de Valores como la persona que otorgue garantías adicionales para el pago de los derechos que confieren los valores emitidos en virtud de procesos de

<sup>76</sup> Por la estructura de nuestro Sistema Financiero, la Titulización es asequible sólo a las más importantes empresas del Sistema Financiero y Empresas de Servicios Públicos, en otros países en cambio, se proyecta que dichas operaciones sean realizadas por Cajas Rurales y Municipales, a fin de que se pueda financiar a la Mediana Empresa.

<sup>77</sup> Ambas denominaciones corresponden a la empresa técnicamente denominada en doctrina "Special Purpose Vehicle" (SPV) o "Vehículo de Propósito Especial" (SPV)

<sup>78</sup> "Artículo 302º.- Sociedades Titulizadoras.- La Sociedad Titulizadora es la sociedad anónima de duración indefinida cuyo objeto exclusivo es desempeñar la función de fiduciario en procesos de titulización, pudiendo además dedicarse a la adquisición de activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores mobiliarios. Las sociedades titulizadoras deben incluir en su denominación social la expresión "Sociedad Titulizadora"."

<sup>79</sup> "Artículo 324º.- Definición.- 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."

<sup>80</sup> Artículo 298º.- Protección a los Inversionistas.- No podrá declararse la nulidad, por simulación, la anulación, ni la ineficacia por fraude del acto por el cual una o más personas naturales o jurídicas constituyen un patrimonio de propósito exclusivo y se obligan a transferir activos para que se incorporen en dicho patrimonio, cuando pudiera derivar en un perjuicio para quienes hubieren suscrito o adquirido los valores por oferta pública, o que, habiéndolos suscrito o adquirido en virtud de una negociación privada, hubieren obrado de buena fe y pudieran sufrir un perjuicio. Por tal motivo, no son de aplicación al acto a que se refiere el artículo anterior las disposiciones que establecen la nulidad de los actos celebrados por una persona en proceso de reestructuración, liquidación extrajudicial o declarada en quiebra, contenidas en las normas relativas a la reestructuración patrimonial de las empresas en los supuestos señalados en el párrafo anterior..." "...Queda a salvo el derecho del transferente o de los terceros a ejercer las acciones civiles, administrativas o penales que correspondan."

<sup>81</sup> Aunque sería interesante requerir que dichas empresas tengan un Rating mínimo al menos.

titulización.

El mejorador sería la empresa que asume frente a los inversionistas el rol de garante financiero de una emisión de valores mobiliarios, su servicio sirve de alguna forma para certificar la calidad de los activos subyacentes a la emisión, y además será proveedora de liquidez, a efectos de garantizar el cumplimiento puntual de los pagos que los valores mobiliarios generen a favor de sus tenedores.

El mejorador no tendrá interés o estará relacionado con la Clasificadora de Riesgo, en los supuestos señalados en el Art. 283 y 284 Ley del Mercado de Valores en concordancia a lo establecido en el 338 de la mencionada Ley.

Los mejoradores de Fideicomisos de Titulización podrán otorgar mecanismos de cobertura siempre que cumplan con las siguientes condiciones establecidas por el Art. 33 de la Resolución N° 1010-99-SBS<sup>82</sup> :

1. Los mecanismos de cobertura deberán registrarse contablemente según su naturaleza. Tratándose de la sustitución de cartera, avales y otros similares se registran como contingentes.

2. Tratándose de las empresas comprendidas en el Artículo 16 de la Ley General (del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros), los mecanismos de cobertura que se registren como activos y contingentes serán ponderados por riesgo crediticio de manera proporcional a la ponderación correspondiente a los bienes transferidos en fideicomiso. Las empresas del sistema de seguros ponderarán por riesgo crediticio sólo los mecanismos de cobertura que generen dicho riesgo de acuerdo con lo dispuesto en el Artículo 304 de la Ley General (del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros).

**3.2.5.4. Colocador.-** Usualmente es la empresa que promueve y coloca efectivamente, la emisión de los valores mobiliarios en los mercados de capitales. Ello implica la celebración de un contrato de Underwriting, con las consecuencias ya mencionadas en el presente capítulo cuanto se describen a los intervinientes.

La colocación es señalada en el Inc. 14<sup>83</sup> del Art. 221 de la del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros como una de las operaciones y servicios financieros que pueden ser efectuados de manera regular, sin embargo, las colocaciones requerirían de una autorización previa.

**3.2.5.5. Servidor.-** en nuestra legislación definida en el Inc. g) del Art. 292 de la Ley del Mecado de Valores como: La persona que ejecuta el cobro de las prestaciones

<sup>82</sup> Incisos 1 y 2 del Art. 33 del Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios, Resolución N° 1010-99-SBS (en concordancia a lo establecido por el Art. 4 Reglamento de Transferencia y Adquisición de Cartera Crediticia Resolución N° 1114-99-SBS, el cual establece que: "... la transferencia de cartera crediticia mediante fideicomiso, así como la participación de las empresas en calidad de mejoradores en fideicomisos, se realizará de acuerdo a las disposiciones del Reglamento (Resolución N° 1010-99-SBS)...".

<sup>83</sup> "Artículo 221°.- OPERACIONES Y SERVICIOS. Las empresas podrán realizar las siguientes operaciones y servicios... 14. Emitir y colocar bonos, en moneda nacional o extranjera, incluidos los ordinarios, los convertibles, los de arrendamiento financiero, y los subordinados de diversos tipos y en diversas monedas, así como pagarés, certificados de depósito negociables o no negociables, y demás instrumentos representativos de obligaciones, **siempre que sean de su propia emisión...**"

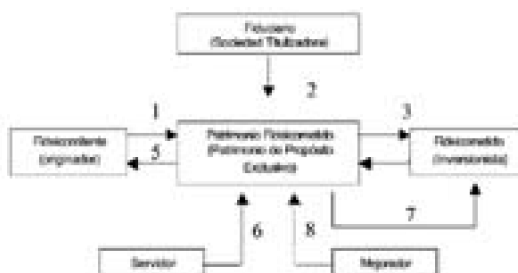
relativas a los activos integrantes de un patrimonio de propósito exclusivo.

Este servicio habitualmente lo prestan las empresas originadoras por una razón muy simple: tienen un mejor conocimiento de las empresas deudoras en razón de la evaluación de solvencia que les practicó al momento de otorgarle los créditos que son materia del proceso.

**3.2.5.6 – Las Empresas Clasificadoras de Riesgo.-** Definida por el artículo 269° de la Ley del Mercado de Valores como la persona jurídica que tiene por objeto exclusivo categorizar valores, pudiendo realizar actividades complementarias de acuerdo a las disposiciones de carácter general que establezca CONASEV.

Tiene impedimentos de calificar si están relacionados con el emisor o tienen interés, detallados por el artículo 283 y 284 de la Ley del Mercado de Valores<sup>84</sup>. Estos supuestos de relación o interés son reiterados por el artículo 338 de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 60 del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos<sup>85</sup>.

En cuanto al régimen de clasificación de riesgo se indica en el artículo 337 de la Ley del Mercado de Valores y es reiterado por el artículo 59 del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos<sup>86</sup>.



Esquema 2 y 3: Modalidades de Fideicomiso de Titulación: FIDEICOMISO DE TITULIZACIÓN

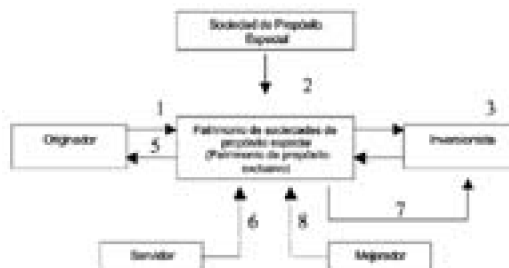
<sup>84</sup> "Artículo 283°.- Relación.- Están relacionados con un emisor: Los que forman parte del mismo grupo económico al que pertenece el emisor; Los directores o gerentes del emisor, así como sus parientes; Quienes, directa o indirectamente, posean el cinco por ciento (5%), o una proporción más allá, del capital del emisor; y; Otros que se determinen mediante Decreto Supremo refrendado por el Ministro de Economía y Finanzas. Artículo 284°.- Interés.- Existe interés en un emisor cuando: Hay relación con él, de acuerdo con el artículo anterior; Se es trabajador de él, se le presta servicios o se depende de él o de alguna persona con él relacionada; Se posee directa o indirectamente valores emitidos por él o su grupo económico, u opciones de compra o venta de tales valores o se les ha recibido en garantía, por montos superiores al cinco por ciento (5%) del capital del emisor; Se posee directa o indirectamente valores emitidos, se hayan recibido valores en garantía o se tenga participación en el capital del emisor o en su grupo económico, por sumas mayores a su participación en el capital o patrimonio de la clasificadora; Se ha tenido con él, directa o indirectamente, dentro de los últimos dos años, una relación profesional o negocios de importancia distintos a los de clasificación de sus valores, sea con él o con empresas que constituyan con él un solo grupo económico; Se es intermediario en la colocación de valores de él o de las empresas a él relacionadas; y, Se es pariente de los accionistas, directores, gerentes o empleados de él."

<sup>85</sup> RESOLUCION N° 001-97-EF-94.10.- Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos.

<sup>86</sup> Idem.

El fideicomitente (originador) transfiere sus activos a fin de constituir un patrimonio en fideicomiso (1) que estará sujeto a un dominio fiduciario (2), contra el patrimonio se emitirán valores que se entregarán a los inversionistas (3), los que entregan dinero en efectivo (4) que a su vez se le dará al fideicomitente (originador) (5), luego el servidor que actúa como recaudador, transferirá el dinero cobrado al patrimonio fideicometido con el que se pagará a los inversionistas (7). Existiendo normalmente un mejorador en las emisiones (8)

### SOCIEDAD DE PROPÓSITO ESPECIAL



En la segunda modalidad la diferencia consiste en que la sociedad de propósito especial (2) tiene como único fin el de adquirir activos crediticios (1) para la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados por dichos activos (3 y 4), también en esta modalidad intervienen mejoradores (8), pudiendo serlo la misma empresa emitente.

### 3.2.6.- ACTIVOS TITULIZABLES DE ACUERDO A NUESTRA LEGISLACIÓN

Los activos que pueden ser transferidos a fin de ser susceptibles de titulización son todos aquellos activos y la esperanza incierta a que hace referencia el Artículo 1409° del Código Civil, sobre los que su titular pueda disponer libremente<sup>87</sup>. Sin embargo, los activos embargados y/o los sujetos a litigio no pueden incluirse en procesos de titulización, cuando los valores a respaldar vayan a ser objeto de oferta pública en el territorio nacional<sup>88</sup>.

Esto significa que son plausibles de ser titulizados los activos de todo tipo de empresas sean bancarias, financieras, de seguros, industriales, comerciales, de servicios etc. Estos activos tienen un denominador común: incorporan un derecho de crédito con distinto plazo de vencimiento, diversa rentabilidad y garantía.

La transferencia de estos activos se efectúa a través de los actos jurídicos que corresponda de acuerdo a su naturaleza, tratándose de cesión, ésta puede efectuarse en un acto único, individualizándose cada activo con indicación de sus características. En

<sup>87</sup> Art. 295° de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>88</sup> Art. 5° del Reglamento de la Titulización de Activos: No es permitida la utilización de las siguientes categorías de activos, en procesos de titulización, cuando los valores a respaldar vayan a ser objeto de oferta pública en el territorio nacional: a) Los embargados; b) Los sujetos a litigio por cualquier otra causa.

este caso, con la publicación de la relación de activos cedidos en el Diario Oficial se entiende cumplido el requisito de la comunicación al deudor que establece el artículo 1215 del Código Civil. Puede también el deudor del activo aceptar la cesión por anticipado, en tal supuesto, la misma surtirá efectos desde que se efectúe<sup>89</sup>.

Sin embargo lo expuesto rige en estricto para las Sociedades Titulizadoras al formar los patrimonios fideicometidos, pues para las Sociedades de Propósito Especial serán esencialmente los Activos Crediticios los que conformarán su patrimonio<sup>90</sup>, tales como carteras de créditos y de otros que generen un flujo de efectivo, así como de los accesorios de dichos activos. No obstante lo anterior, tales sociedades podrán integrar a su patrimonio aquellos activos, distintos a los crediticios, que requiera para el cumplimiento de sus funciones<sup>91</sup>.

### 3.2.7.- VALORES POSIBLES DE SER EMITIDOS

---

La cartera a titularizar puede ser utilizada para emitir sobre su base nuevos títulos, o para garantizar la emisión de títulos de deuda.

Tales títulos tendrán mejor rating que los créditos originales, estos títulos no tendrán necesariamente la garantía de su emisor ni del originante, sino que cuentan con garantías propias que emanan de la cartera de créditos que les sirve de base-sustento y los mecanismos de respaldo de liquidez y mejoramiento de crédito que provee esta técnica de financiación.

Todos los títulos gozarán de plena liquidez al ser negociables en mercados secundarios autorizados.

Pueden ser:

1 - Títulos de Contenido Crediticio

Generalmente referidos al pago de un interés y a la posterior redención del principal. Se cumple con ellos a partir de los recursos provenientes de los activos titulizados que conforman el patrimonio fideicometido o patrimonio autónomo.

En efecto, los valores mobiliarios más utilizados en procesos de titulización son los bonos que tienen un plazo mayor a un año<sup>92</sup>; por ser de renta fija, es ideal en la titulización de carteras de créditos otorgando a los inversores el derecho al cobro de una renta cuyo pago resulta garantizado por esa cartera.

<sup>89</sup> Art. 296° de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>90</sup> Art. 324° de la Ley del Mercado de Valores.

<sup>91</sup> Art. 36° del Reglamento de la Titulización de Activos.

<sup>92</sup> Aunque también pueden emitirse títulos de corto plazo contra el patrimonio fideicometido, en el supuesto que el flujo de cada tenga concordancia con las fechas establecidas para el pago de intereses y amortización de capital. Lo cual, como siempre, dependerá de una buena estructuración. Rafael Alcázar Uzátegui. Ob. Cit.

### 2 - Títulos de Participación

Que otorgan al tenedor un derecho o parte alícuota sobre los activos titulizados objeto de la movilización (sobre el paquete o cartera). En este caso el inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genera el negocio del contrato. Mayormente recomendables para proyectos inmobiliarios.

3 - Otros, que incluirían la combinación de derechos (Mixtos) para activos de difícil previsibilidad.

Se deja abierta la posibilidad de que CONASEV amplíe la gama de títulos a ser emitidos en un proceso de titulización, incluyendo los que combinen derechos, como los títulos mixtos que son aquellos que sin perjuicio de un derecho de participación, aseguran una rentabilidad mínima al inversor<sup>93</sup>.

## 3.2.8.- Normas Regulatorias de los Procesos de Titulización de Activos

---

### 3.2.8.1 Normas Especiales

- Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores Decreto Legislativo N° 861, promulgada mediante Decreto Supremo N° 093-2002-EF.

- Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, aprobado por Resolución N° 001-97-EF-94.10.

- Normas Contables de las Sociedades Titulizadoras y de los Patrimonios de Propósito Exclusivo, aprobadas por Resolución N° 093-98-EF-94.10

### 3.2.8.2 Normas Supletorias

- Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros
- Ley General de Sociedades
- Ley de Títulos Valores
- El Código de Comercio
- Los usos bursátiles mercantiles
- El Código Civil y Procesal Civil
- El Código Penal

## 3.2.9.- Apuntes o Aspectos Tributarios

---

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 provenientes de la redención o rescate de valores mobiliarios, se encuentran exonerados del Impuesto a la Renta<sup>94</sup>. Respecto al Impuesto General a las

<sup>93</sup> Los valores pueden emitirse en forma nominativa o al portador.

Ventas (IGV) y al Impuesto de Promoción Municipal (IPM), los intereses que se generen por estos bonos están exonerados<sup>95</sup>.

Desde la posición del fideicomitente u originador y del patrimonio fideicometido, debemos considerar los efectos tributarios en el ámbito del IGV y del Impuesto a la Renta.

La transferencia de bienes derechos que el originador efectúe a favor del fiduciario para la constitución del patrimonio fideicometido no está afecta al IGV e IPM, al igual que la devolución o transferencia que realice el fiduciario a la empresa fideicomitente una vez finalizado el fideicomiso<sup>96</sup>. Tampoco están afectadas al impuesto a la renta los resultados de ambas transferencias (para la constitución del patrimonio y para la constitución del mismo), conforme a la modificación de la ley del Impuesto a la Renta, introducida por la Ley 27804<sup>97</sup>.

Cabe precisar que la modificación introducida por la Ley 27804 señala que no están afectas las transferencias realizadas para la “constitución” del patrimonio fideicometido, siempre que en el acto constitutivo se establezca que los bienes en derechos transferidos retornarán al originador cuando se extinga el patrimonio.

Por tanto, la transferencia de bienes o derechos que se efectúen para la modificación de este patrimonio podrían no estar incluidos dentro de los alcances de esta norma. Sin embargo opinamos que estas transferencia tampoco estarían afectas, toda vez que subsiste la misma lógica de transferencia y posterior retorno al originador.

Por lo expuesto, las disposiciones de la Ley del Impuesto a la Renta podrían llevar a diferentes interpretaciones y aplicaciones en el caso mencionado de las transferencias para las modificaciones de los patrimonios fideicometidos, por lo que consideramos que se debería aclarar y/o modificar.

En el caso que se efectúe una transferencia de créditos, el originador será contribuyente del IGV e IPM “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 devenguen<sup>98</sup>.

A partir del año 2003, el patrimonio fideicometido no es contribuyente para efectos

---

<sup>94</sup> De conformidad con lo establecido por el artículo 19 inciso l)3 del Texto Único Ordenado de la Ley de Impuesto a la Renta, D.S.054-99-EF, modificado por el artículo 4.1 de la Ley 27834, esta exoneración estará vigente, al menos hasta el 31 diciembre del 2006.

<sup>95</sup> Estos intereses se encontraban exonerados del I.G.V. hasta el 31 de diciembre del 2004, tal como lo establece el numeral 7, apéndice II del artículo 7, del Texto Único Ordenado de la Ley del IGV e ISC.

<sup>96</sup> En rigor al artículo 5 inciso 19 literal a) del Reglamento de la Ley del IGV e ISC, D.S.29-94-EF, incorporado por el artículo 3 del D.S.024-2000-EF.

<sup>97</sup> En el acto constitutivo será necesario establecer que el bien o derecho transferido retornará al originador o fideicomitente en el momento de la extinción del patrimonio fideicometido.

del Impuesto a la Renta <sup>99</sup> ; no obstante, debe considerar en su activo el valor de los bienes o derechos transferidos por el originador. Por ello, este no considerará estos bienes o derechos en sus activos, lo que ocasionará que no los tenga en cuenta dentro de los efectos del anticipo adicional del Impuesto a la Renta generadores de rentas de tercera categoría.

De otro lado, el Impuesto de Alcabala grava “ las transferencias de inmuebles urbanos o rústicos a título oneroso o gratuito, cualquiera sea su forma o modalidad” (Art.21 de la Ley de Tributación Municipal. D.Leg.776). En este sentido, si en un proceso de Titulización de activos el originador transfiere un inmueble al patrimonio fideicometido, dicha transferencia estaría gravada con este impuesto. Al respecto la Ley del Mercado 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.

Opino 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 en el caso de la constitución de patrimonios fideicometidos para señalar que la transferencia de un bien no está afecta al IGV, se puede aplicar al caso del Impuesto de Alcabala. Tal como esta redactada la norma se desincentiva la titulización de bienes inmuebles, pues en estos casos sería mas conveniente utilizar los mismos como colaterales de un crédito. Bajo esta opción no se realizaría una transferencia de propiedad, por lo que no se pagaría el Impuesto de Alcabala; sin embargo, se perderían todos los beneficios de la titulización de activos.

### 3.3.- Comentarios

Siendo la Titulización una innovación financiera, busca dar mayor eficiencia a los mercados o que estos sean mas completos o ajustados a las demandas de los inversores.

En la perspectiva de la obtención de recursos necesarios para la financiación de la inversión, nos encontramos con una dinámica mas amplia de modificación de los pasivos, pues se logrará que los ahorradores destinen sus excedentes a la adquisición de valores negociables dentro de los cuales se insertan naturalmente las distintas variedades procedentes de Emisiones de Titulización.

---

<sup>98</sup> Tal como lo establece al artículo 9 del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo y el artículo 5 del reglamento de dicha ley.

<sup>99</sup> La primera Disposición Transitoria y Final de la Ley 27804, derogó el inciso j) del artículo 14 del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta, que considero como contribuyentes del impuesto a la renta a los patrimonios fideicometidos de sociedades Titulizadoras.

Con respecto a la Titulización como innovación financiera que sustituye a la intermediación financiera tradicional llegando a constituir una manifestación completa de la desintermediación, entendemos que sigue siendo intermediación financiera aunque acorta el circuito de financiación al sacar del balance de la entidad originadora los activos crediticios y externaliza y reasigna los riesgos presentes de una manera mas eficiente.

Pero la Titulización, además de otorgar una nueva dimensión sin perder totalmente su esencia a la intermediación clásica, segmentando las fases típicas del circuito, y reasignando los riesgos inherentes a la inversión crediticia, a su vez puede desentrañar desintermediación en un doble sentido; primero es la realización del proceso por entidades no financieras como formula alternativa de financiación cediendo los derechos de crédito que forman parte de su activo. Al financiarse con estas cesiones a fondos o vehículos, estas empresas comerciales o industriales, emitentes de los valores apelan directamente al mercado de capitales por lo que no acuden a los intermediarios financieros, las entidades emisoras, emprendoras de los procesos podrían ser inclusive estados, o como en otros países, Comunidades autónomas o Corporaciones Municipales; segundo, como consecuencia del proceso, las instituciones crediticias pasan a gestionar un volumen menor de flujos financieros de la economía, circulando dichos flujos por una entidades, mínimamente capitalizadas, a veces carentes de personalidad jurídica. Se plantea la problemática de cómo supervisarlos ya que son más híbridos en su concepción que los fondos de inversión y cuya solvencia deriva exclusivamente de la calidad y mejoras de los activos crediticios cuya adquisición debe financiarse.

Se aprecia por tanto como el proceso puede seguir siendo intermediación, pero revisada para conseguir desde la perspectiva del sistema financiero especialidad y eficiencia en el circuito crediticio y en otras emisiones puede ser desintermedicación, si el proceso es activado por entidades no financieras para obtener, entre otros fines, una diversificación y un menor coste en su captación de recursos<sup>100</sup>.

Opciones como el de realizar una central de titulización a fin de buscar un abaratamiento de los costos y una mayor homogeneidad en los valores emitidos de forma que se incremente la liquidez de los mismos, esta muy lejos de nuestra realidad ya que esto se ha dado en países donde existen agencias estatales con un protagonismo destacado y el mercado primario y secundario es mucho más grande.

---

<sup>100</sup> Es importante indicar el impulso que puede tener la Titulización cuando es iniciada por las empresas que actúan fuera del ámbito financiero, en sectores tan relevantes como la financiación al automóvil, la exportación o las cuentas a cobrar generadas por tarjetas de crédito.



# CAPITULO IV: ADMINISTRACIÓN DEL RIESGO

## 4.1.- LA CALIFICACIÓN CREDITICIA, RIESGO O RATING

### 4.1.1.- CONCEPTO Y APLICACIÓN

---

El surgimiento de las primeras calificaciones crediticias se sitúa a partir de la década de los años veinte, vinculado a la propia historia de las principales agencias norteamericanas, que son Standard & Poor y Moody's. Aunque hubo algún precedente en la valoración de la viabilidad financiera de determinados proyectos de transporte en la segunda mitad del siglo XIX <sup>101</sup>, desde hace ya muchos años la calificación se ha convertido en un factor indispensable en el desarrollo de los mercados de renta fija, hasta el punto de que resulta difícil encontrar una emisión dirigida al público en general que no se encuentre calificada en los mercados financieros, sean de Estados Unidos o el

<sup>101</sup> Dallas, G. Mencionado por Almoguera pág. 324. Op. Cit.

Europeo.

El "Rating" o calificación crediticia consiste en la evaluación, realizada por una agencia independiente y especializada, de la capacidad de un deudor para hacer frente a sus compromisos de pago asumidos en una emisión. Por tanto, al calificar, se está estimando el denominado riesgo de crédito o de solvencia de un prestatario, circunscrito a las obligaciones asumidas en una emisión de deuda y normalmente consistentes en el pago de intereses, cualquiera que sea su modalidad, y la devolución del principal. Valoración del riesgo crediticio que va dirigida a cualquier potencial inversor que pueda plantearse adquirir títulos procedentes de la emisión calificada.

Este concepto amerita desarrollarse dentro de los objetivos de este trabajo; por ello es necesario explicar algunas características deducidas de la propia actividad que realizan las agencias calificadoras.

### **a).- Independencia de las agencias de "Rating"**

Las calificaciones son realizadas por entidades profesionales y especializadas, cuya principal característica es la independencia de criterio respecto a la entidad emisora o cualquier otra pública o privada, que pueda interferir su labor. Sólo así lograrán credibilidad y consiguientemente su reconocimiento por agentes financieros y entidades.

La independencia evita el conflicto de intereses derivado de las valoraciones que desarrollan los departamentos de análisis de riesgo de los bancos o sociedades de valores que, de una manera u otra, no mantengan la neutralidad respecto a las emisiones cuya solvencia crediticia sea sometida a su examen.

Independencia de criterio que no pugna con el hecho que las calificaciones son juicios de valor y además formulados sobre previsiones de futuro por lo que siempre serán opiniones profesionales e imparciales, pero eso sí, subjetivas.

### **b).-No recomiendan compra o venta**

Ni compra, ni venta, ni mantenimiento de ciertos títulos. Son un elemento informativo básico de gran valor para el inversor, pero no es determinante, es el sujeto mismo el que tiene que aportar sus criterios sobre otros elementos como pueden ser la rentabilidad o la liquidez y además aplicar a cada oferta su propia aversión al riesgo.

### **c).-La calificación deberá adaptarse dependiendo de cada mercado.**

La creciente liberalización de los movimientos de capital y la formación de espacios financieros integrados, conlleva la internacionalización de las calificaciones crediticias.

Las principales agencias del mundo calificarán emisiones en diferentes mercados financieros aspirando a un doble reconocimiento, el del propio agente derivado del prestigio y profesionalidad desplegada en las emisiones calificadas y, por otro, el reconocimiento oficial que implica la validación de la agencia que pretende actuar en ese mercado nacional.

La actuación en diferentes mercados financieros hace que las agencias calificadoras consideren diferentes prácticas bancarias, comportamientos peculiares de los usuarios de servicios bancarios según el lugar, marcos jurídicos a veces dispares y de distinto tratamiento fiscal y contable de las operaciones previstas. Es decir deberán adaptarse a

su entorno operativo a fin de que su calificación sea de acuerdo a las escalas universalmente manejadas.

**d).-Objeto de la calificación**

Las calificaciones se refieren principalmente a emisiones de rendimiento prefijado entendiéndose por tales aquellas en las que son conocidas o en todo caso determinables en virtud del documento contractual, las obligaciones de pago asumidas por el deudor. Con esta amplitud, no sólo se califican pagarés de empresa, todo tipo de bonos y obligaciones, fondos de inversión, emisiones estructuradas como las de titulización, sino además el capital-deuda de compañías de seguros, empresas públicas y la capacidad de pago de Países o sus regiones.

**e).- Correlación positiva entre calificaciones y series de impago**

Lógicamente las agencias de Rating no asumen ningún compromiso ni prestan ninguna garantía a favor de la entidad emisora o de los potenciales inversores que adquieran títulos de la emisión calificada. No obstante, los diversos estudios<sup>102</sup> elaborados por las agencias más relevantes ponen de manifiesto la notable correlación positiva entre las calificaciones otorgadas y el riesgo crediticio, efectivamente acontecido a posteriori. Estas evaluaciones han destacado dos aspectos:

- A medida que se desciende en las escalas calificadoras, aumenta la insolvencia producida durante el período estudiado.
- La probabilidad de impago inherente a cada categoría de calificación es homogénea aunque las emisiones pertenezcan a deudores heterogéneos.

Actualmente las calificaciones cobran mayor importancia, impulsadas por la desintermediación financiera como proceso que exige se valore el riesgo crediticio de emisiones de deuda por entidades profesionales independientes y no insertas en el funcionamiento de las instituciones.

#### **4.1.2.- PROCESO DE CALIFICACIÓN**

---

El proceso de clasificación de riesgo de cualquier entidad puede ser visto como la emisión de una clasificación inicial y las revisiones de la misma. La clasificación inicial normalmente esta relacionada con le requerimiento del emisor. Las revisiones posteriores que pueden significar cambios en la clasificación, son realizadas a criterio de las propias empresas clasificadoras.

El proceso comienza con el requerimiento del emisor de la clasificación suscribiendo un contrato con la empresa clasificadora.

Luego de la suscripción del contrato se designan a los analistas responsables de conducir el proceso. Durante el proceso de clasificación, los analistas responsables

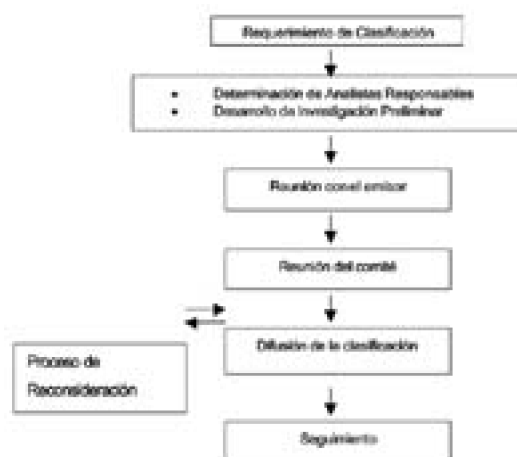
---

<sup>102</sup> "Corporate bond default study" elaborado por Standard & Poor's Corporation; "Corporate Bond default and default rates, 1970-1989" elaborado por Moody's Investors Service, de 1991 y 1992 respectivamente, datos tomados de Almoguera, "La Titulización Crediticia" Pág. 327.

realizaran las coordinaciones necesarias para visitar a la empresa y para obtener la información necesaria. Al mismo tiempo los analistas deben recabar toda la información relativa a la industria. En resumen puede decirse que la información para iniciar cualquier clasificación proviene de fuentes públicas como los organismos reguladores o empresas especializadas (reportes industriales y sectoriales, estados financieros, estadísticas financieras) y del mismo emisor.

Una vez que la información ha sido recibida y analizada, los analistas visitan la empresa para reunirse con los principales ejecutivos y discutir acerca de la políticas de la compañía. Las reuniones con los ejecutivos de la empresa con importantes porque le permiten al analista tener un mejor entendimiento de la estrategia corporativa de la empresa, de sus políticas de endeudamiento, de la filosofía de la firma.

Posteriormente, los analistas aplicando los criterios y metodologías de la empresa clasificadora, realizan las evaluaciones pertinentes y elaboran un informe final que es sustentado ante el comité de clasificación. Es el comité de clasificación el órgano encargado de determinar la clasificación a asignarse <sup>103</sup>.



Esquema 4: Proceso de clasificación

<sup>103</sup> Este comité se compone de un número variable de miembros y el perfil de sus componentes está en función de la clase de emisión sometida a *rating*.



Esquema 5: Análisis de clasificación según Moody's

### 4.1.3.- CONSECUENCIAS DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

La calificación crediticia es un elemento informativo de gran trascendencia, importante para los inversores, emisores, intermediarios financieros y entidades reguladoras y supervisoras, pues tiene para ellas una serie de consecuencias.

Para los emisores significa que su oferta sea calificada en cuanto al riesgo de crédito con arreglo a unas categorías sencillas y muy extendidas con lo que aumenta su posible colocación al poder ser tenida en cuenta por un mayor número de inversores, haciendo además que los títulos tengan mas liquidez en los mercados secundarios.

Para el inversor implica una simplificación de su decisión de inversión a través de una información de fácil entendimiento y que se mantiene actualizada. Además permite la comparación entre distintas ofertas de títulos a lo largo de una escala, exigiendo un mayor rendimiento a títulos con calificación menor <sup>104</sup>.

El *rating* allana el camino a las instituciones financieras para que actúen como puras intermediarias o aseguradoras de la emisión ya que facilita la negociación de las primas correspondientes, al incorporar la opinión de un tercero sobre el riesgo de la emisión. Cobrando mayor importancia cuanto mas complicada sea la estructura de la emisión.

Para los organismo reguladores y mercados financieros los ratings ayudan a conseguir eficacia y solidez en el mercado de capitales, ya que en ciertas emisiones es difícil delimitar responsabilidades y obligaciones de pago asumidas por cada entidad en el proceso de titulización, y la calificación resulta ser un parámetro sencillo y simplificado.

Finalmente, las calificaciones permiten superar las barreras nacionales al

<sup>104</sup> Hay que tener en cuenta que las calificaciones se han generalizado en las emisiones de títulos siendo mayormente obligatorias en las legislaciones. Los inversores institucionales por ejemplo, sólo pueden comprar títulos que tengan determinada calificación.

homogeneizar la apreciación del riesgo crediticio en base a unos códigos de sencilla comprensión elaborados por entidades internacionales especializadas y posibilita la valoración racional de los instrumentos de renta fija que se ponen en circulación en base, al menos, a los parámetros de riesgo y rentabilidad.

### **4.1.4.- PRINCIPALES CALIFICACIONES CREDITICIAS. EQUIVALENCIAS**

---

**Cuadro 2: Calificaciones de deuda a largo plazo**

S&P	Moody's	Duff & Phelps	Fitch	IBCA	Significado
AAA	Aaa	AAA	AAA	AAA	Bonos de la mejor calidad. La capacidad de pago del interés y devolución del principal es considerablemente elevado.
AA	Aa	AA	AA	AA	Capacidad muy fuerte de pago de interés y devolución del principal. Quizá los márgenes no sean tan elevados como en los bonos de la mejor calidad.
A	A	A	A	A	Fuerte capacidad de pago de intereses y devolución del principal. Los factores de protección se consideran adecuados pero son susceptibles de empeorar en el futuro.
BBB	Baa	BBB	BBB	BBB	La protección de los pagos de interés y principal es moderada. La capacidad de pago es adecuada. Las condiciones de negocios adversas podrían conducir a una capacidad inadecuada para hacer frente a los pagos.
BB	Ba	BB	BB	BB	Grado especulativo. El futuro no está asegurado.
B	B	B	B	B	La garantía de pago de los intereses es pequeña. Existe pues un alto grado de vulnerabilidad.
CCC	Caa	CCC	CCC	CCC	Vulnerabilidad identificada con el incumplimiento. Continuidad en los pagos dependiente de las condiciones financieras y económicas favorables. D&P incumplimiento probable.
CC	Ca		CC	CC	Altamente especulativos. Según Moody's incumplen con frecuencia. S&P la asigna habitualmente a la deuda subordinada del emisor con calificación de deuda superior. Fitch considera que es probable el incumplimiento.
D			C, DDD, DD, D	C	Incumplimiento actual o inminente. DDD representa la más alta recuperación potencial.

**Cuadro 3: Calificaciones de deuda a corto plazo/papel comercial**

S&P	Moody's	Duff & Phelpps	Fitch	IBCA	Significado
A-1+		Duff 1+	F-1+	A1+	Extraordinaria capacidad para pagar en el tiempo debido.
A-1	P-1	Duff 1	F-1	A1	Capacidad superior o muy fuerte para pagar en el debido tiempo.
		Duff 1-			Alta capacidad para pagar en el tiempo debido.
A-2	P-2	Duff 2	F-2	A2	Fuerte capacidad para pagar en el tiempo debido.
A-3	P-3	Duff 3	F-3		Capacidad satisfactoria para pagar en el debido tiempo.
B, C	No de primera			B1, B2, C1	Grados especulativos. La capacidad para pagar en el tiempo debido podría ser susceptible de sufrir cambios negativos en las condiciones comerciales de incumplimiento.

Fuente Cuadro 2 y 3: Cortéz Francisco; García Joaquín y otros. Titulización de Activos, Oportunidades de la Titulización Ante la Nueva Economía, Instituto de Estudios de la Caja Rural de Almería.pp.81-82.

#### 4.1.5.- LA CALIFICACIÓN DE LAS EMISIONES DERIVADAS DE LA TITULIZACIÓN

Para calificar estos títulos emitidos, las agencias de rating reconocen tres peculiaridades concurrentes en estas emisiones a saber:

Primero, que en cuanto al riesgo en la titulización es básico el conocimiento de la estructura diseñada para trasvasar los flujos financieros desde los prestatarios originales hasta los compradores de la deuda ya que la capacidad de pago depende de esos flujos en cuantía y en temporalidad. Con la peculiaridad que no tiene que coincidir la calidad crediticia de los activos de cobertura con la solvencia financiera de los títulos emitidos.

Segundo, los préstamos titulizados pueden ser o no suficientes para dar cobertura a la emisión y, en este último supuesto, existen los mecanismos de mejora; aunque a pesar del reforzamiento que pueda obtener una emisión, si el mecanismo de traspaso de flujos adolece de problemas jurídicos o de deficiencias estructurales que cuestionen la posición del inversor, la emisión seguramente no podrá ser calificada. Además se trata de esquemas financieros en los que debe atenderse, para estimar el riesgo crediticio de la emisión derivada, al valor financiero (cuantía, tiempo) de los flujos provenientes de los préstamos titulizados más que al valor de mercado de los préstamos subyacentes c, por supuesto, al valor neto de realización de los activos que sirven de cobertura.

Tercero, que a diferencia de otras emisiones de deuda, en este tipo de estructuras el emisor puede mejorar el paquete de activos que sirven de respaldo de manera que se

pueda alcanzar la calificación deseada. Además pueden haber repeticiones en el proceso calificador, inclusive luego de puesta en circulación la deuda, haciéndose variaciones en el esquema original para mantener el rating de los títulos, luego de alteraciones internas o del entorno financiero.

Antes de estructurar una operación de titulización es necesario efectuar la calificación de riesgo de los activos titulizados, que es un requisito indispensable para la colocación de los títulos valores. Este proceso tiene la finalidad de reflejar la calidad crediticia de los instrumentos financieros en el mercado de capitales, de manera que los potenciales demandantes de estos títulos tengan conocimiento del riesgo que asumen al adquirir determinado título.

La clasificación de activos titulizados implica el análisis de factores cualitativos y análisis de factores cuantitativos que determinan la clasificación preliminar de los activos titulizados y la clasificación final.

#### 4.1.6.- RIESGOS

---

Inicialmente los riesgos al inicio del proceso de la titulización son asumidos por la entidad cedente, la misma que segmenta o distribuye los dichos riesgos siendo ello un efecto característico del proceso titulizador, trayendo consigo una imputación eficiente de los riesgos concurrentes en la inversión crediticia que se ha de transferir.

Pero la sola distribución de riesgo no basta, y se hace necesario reducir también los riesgos asumidos por el inversor que adquiere valores derivados de una Emisión de Titulización, riesgo que se manifiesta esencialmente en la no percepción, en la cuantía y calendario establecido, de los pagos de principal e intereses que deben recibir los inversionistas<sup>105</sup> .. Estos riesgos no coinciden con los traspasados por la entidad cedente<sup>106</sup> . Los principales serían:

##### 4.1.6.1 Riesgo de Descalce

Este riesgo se produce cuando hay un descalce de tasas, plazos o monedas entre los activos que originan la operación y los pasivos que lo representan. Sin embargo, en la medida que se diseñen los pasivos tomando en consideración las características de los activos, este riesgo se reduce, por otro lado existen también mecanismos de cobertura que permiten compensar el descalce, como por ejemplo: sobrecolateralización, subordinación de la emisión, fondos de garantía por exceso de flujo de caja, avales, cartas fianzas, entre otros.

<sup>105</sup> En la actualidad, la tendencia mas usual pasa por crear emisiones con varios tramos subordinados, en las que el riesgo se asume secuencialmente, respetando el orden de prelación establecido en los pagos.

<sup>106</sup> "... si consideramos los elementos de riesgo que concurren en la inversión hipotética que realizase un agente distinto de una entidad crediticia en préstamos bancarios, suponiendo transmisión plena, tampoco son estos idénticos a los soportados por el inversor final de una emisión de titulización. La inversión Pura en préstamos originados por entidades crediticias, susceptibles de titulización, entraña la asunción de unos factores de riesgo no coincidentes ni en naturaleza ni en magnitud económica con los que afronta el inversor que adquiere valores procedentes de un proceso de titulización..." Almoguera. Op. Cit. Pág. 384.

Por conexión existen los riesgos derivados de la participación de otras entidades colaboradoras, están referidos a la participación de otras instituciones financieras y aseguradoras quienes al formalizar convenios de mejora o cobertura con la entidad gestora compartieran algunos riesgos.

### **4.1.6.2 Riesgo de Prepago**

El riesgo de prepago es el riesgo de la liquidación anticipada de los créditos e inversiones. La opción de prepago o cancelación anticipada puede causar desorden, ya sea total o parcial, pues modifica los flujos (que serán flujos adelantados), la posible rentabilidad y la variación del vencimiento. Este riesgo puede ser manejado a través de diversos mecanismos tales como el traslado de este riesgo al inversionista<sup>107</sup>, emitiendo diferentes tramos de títulos, unos libres del efecto prepago y otros que asumen la totalidad del riesgo.

### **4.1.6.3 Riesgo del Crédito (impago)**

El riesgo del crédito consiste en la posibilidad de pérdida para la empresa originadora por no pago o demora del pago por parte de los créditos que conforman el patrimonio autónomo, el riesgo de impago engloba tanto el pago de los intereses como la devolución del principal, debiendo analizarse factores del recobro<sup>108</sup>.

Según el activo titulado habrá mas facilidad de pago o liquidez (lo importante será que se cancele cuanto antes) en el caso de hipotecas y más dificultades en el caso de deudas por tarjetas de crédito<sup>109</sup>. El costo y duración del proceso de ejecución será un factor a tomar en cuenta.

Este riesgo puede ser reducido en la medida que los activos que son titulizados son adecuadamente seleccionados.

La insolvencia de la entidad financiera de cuyo activo salieron los préstamos, no debe afectar la percepción de los flujos pues no hay esa vinculación en la titulización<sup>110</sup>.

### **4.1.6.4 Riesgos Estructurales o de Terceros**

Los riesgos estructurales tendrán su origen en los agentes que construyen y gestionan las Emisión de Titulización, la entidad cedente, la sociedad gestora, la entidad depositaria y el mismo fondo de titulización.

---

<sup>107</sup> Que asume los riesgos de valores subordinados a cambio de una mayor rentabilidad.

<sup>108</sup> Existen otras consideraciones como la naturaleza de los bienes y la personalidad jurídica del autor.

<sup>109</sup> De mayor a menor dificultad podrían ser: hipoteca sobre bienes inmuebles, reserva de dominio sobre automóviles, bienes en arrendamiento financiero, deudas de tarjetas de crédito, aunque en el caso de garantía estatal o similares (Como podrían ser regiones, estados federados, gobernaciones, haciendas municipales) si jurídicamente la quiebra no es posible (los estados siempre se presumen solventes) el pago será seguro pero posible la demora en los pagos.

<sup>110</sup> Aunque será diferente si la entidad desempeña funciones de administración o ha asumido funciones de mejora.

## 4.2.- LA MEJORA CREDITICIA

La mejora crediticia es el conjunto de coberturas o mecanismos de protección que pueden concurrir en una emisión de titulización, por ser un aspecto esencial del proceso ha dado lugar al desarrollo de toda una "industria" mejoradora. Industria que protagonizan entidades financieras y aseguradoras y que se ha expandido a otras clases de emisiones.

La mejora crediticia es un tema amplísimo con diferentes formas denominadas cobertura, mejoras, garantías, entre otros; sin embargo todos forman parte de un fin: la mejora en el *rating*.

### 4.2.1.- JUSTIFICACION

Si bien la mejora crediticia en los procesos de titulización se ha referido a los mecanismos de cobertura de las posibles pérdidas en los préstamos titulizados como consecuencia de la insolvencia o impago por los deudores, hay que tener en cuenta que en el mundo las emisiones de titulización incluyen convenios y apoyos financieros que pacta la sociedad gestora para cumplir con todos los compromisos pecuniarios asumidos, que no sólo está referido al riesgo de insolvencia, sino para incrementar la seguridad y regularidad del servicio financiero de los bonos emitidos.

El origen de la mejora se encuentra en Estados Unidos, como en la mayoría de aspectos de la titulización, cuando se financiaron grandes proyectos de infraestructura garantizados por las entidades crediticias; su configuración se basó en garantías financieras externas, habiéndose generalizado en los ochenta con las emisiones no hipotecarias. En Europa en cambio las mejoras se basaron en los contratos de aseguramiento<sup>111</sup>, pudiéndose intercambiar las técnicas de cobertura entre ambos bloques financieros.

Los emisores requieren de la mejora crediticia, pues para la calificación de la emisión no será suficiente la fortaleza financiera de la entidad originadora, ni la cartera cedida.

Las agencias de Rating (como ya expusimos), no sólo imponen la mejora crediticia si se desea obtener una determinada calificación sino que además, en la mayoría de las emisiones, determinan cuál es cuantitativamente el grado de cobertura necesario y aconsejan la combinación adecuada de técnicas de cobertura disponibles.

En algunas legislaciones son obligatorias, algunas mejoras, coberturas, discriminaciones en el tratamiento contable, recursos propios, entre otros.

<sup>111</sup> En Europa la aplicación de la mejora crediticia no deriva de la financiación de proyectos municipales o públicos sino, sobre todo, proviene de la expansión de los contratos de aseguramiento que se aplican en los contratos de financiación hipotecaria. Son pólizas de seguros o protección de pagos, denominadas de garantía de indemnización, que cubren: el exceso de financiación otorgada por la entidad sobre los ratios de endeudamiento autorizados o los siniestros de fallecimiento. Almoguera. Op. Cit. Pág. 415.

Las mejoras pueden darse en tres momentos:

Coberturas contratadas al originarse las operaciones financieras que después son objeto de titulización.

Coberturas o mejoras convenidas en el momento de diseñar y lanzar la Emisión de Titulización al mercado.

Modalidades de cobertura que pretenden asegurar al fondo de titulización la liquidez suficiente para poder atender las obligaciones asumidas.

### 4.2.2.- MEJORA CREDITICIA INTERNA

---

Los mecanismos de seguridad internos pueden ser provistos por la empresa originadora o generados en el interior del mismo proceso. La empresa originadora puede brindar una protección adicional a los títulos emitidos introduciendo mecanismo mejoradores.

#### 4.2.2.1 Sobrecolateralización, Sobrecobertura o Sobredimensionamiento

Consiste en la cesión a favor del patrimonio fideicometido de un conjunto de activos cuyo valor financiero supera al importe recibido como consecuencia de la emisión de los bonos, por lo que en este caso el patrimonio fideicometido no tendría un valor patrimonial nulo luego de canceladas las obligaciones con los inversionistas. Justamente en el exceso de generación de flujos sobre los pagos comprometidos constituyen en excedente para hacer frente al riesgo crediticio y en general a las necesidades de liquidez que se le pueden presentar al fondo. Este sistema no es utilizado con mucha frecuencia, aunque es una opción posible<sup>112</sup>.

#### 4.2.2.2 Emisiones Principal y Subordinada

Consiste en la distribución del riesgo de insolvencia y morosidad de desigual manera entre los inversores que adquieren los bonos procedentes de la titulización. En su versión básica consiste en el lanzamiento de dos clases de títulos, es decir la división de la emisión total en dos tramos, uno principal y otro subordinado.

El tramo principal o clase A que representa la mayoría de la emisión, goza de mejor rating que el otro tramo y va destinado a inversores que buscan un riesgo crediticio y de tipos reducido. El tramo subordinado o clase B, cuya principal nota definitoria es que soporta todos los retrasos e incumplimientos que puedan producirse en los préstamos de cobertura. De tal forma que la clase B no se amortiza si previamente no se ha hecho con la clase A, y en caso de pérdidas la clase A cobrará puntualmente las cantidades prometidas de principal e intereses y no serán afectadas por incumplimientos<sup>113</sup>.

Este tipo de mejora es muy aceptado ya que evita la dependencia de una entidad

---

<sup>112</sup> La mayor utilización de esta modalidad corresponde a titulizaciones diferentes de la titulización, como operaciones de refinanciación, bonos respaldados por hipotecas, etc.

<sup>113</sup> La clase subordinada será la que se hará cargo del riesgo crediticio y suelen tener mayor vencimiento, duración técnica incierta, menor *rating*, y mayor rendimiento de que los valores de la clase principal. Esta mayor rentabilidad diferencial que los acompaña, es precisamente es coste financiero de esta modalidad de mejora.

mejoradora externa, reduce el costo de la mejora al imputarlo al mercado (inversionista).

#### 4.2.2.3 Cuenta de Margen

Es un mecanismo de mejora que proporciona un soporte de liquidez para proteger al fondo de titulización de cualquier disminución o retraso que pueda producirse en los flujos de entrada previstos. La cuenta se forma por el diferencial entre los intereses abonados por los prestatarios originales y los rendimientos abonados a los bonistas descontando los gastos, claro está <sup>114</sup>.

Es el primer colchón frente al riesgo de impago, y se constituye con una aportación inicial de la entidad cedente y a partir de este saldo se van añadiendo los diferenciales comentados y restando los pagos previstos, según cual sea la ordenación que se haya realizado de los procedimientos de mejora.

#### 4.2.2.4 Mecanismo Revolving o de Mantenimiento

Frente al riesgo de cancelación anticipada (prepago) existe el mecanismo por el cual la entidad originadora se compromete durante un determinado periodo de tiempo, habitualmente uno o dos años desde que lanza la emisión, a enajenar al fondo contratos de condiciones financieras análogas a los ya titulizados, recibiendo a cambio la liquidez derivada del prepago efectuado por los deudores. De esta manera se consigue mantener el calendario previsto para los valores puestos en circulación y asegurar que esas entradas monetarias mantengan el rendimiento financiero inicialmente previsto al diseñar el proceso de titulización <sup>115</sup>.

### 4.2.3.- MEJORA CREDITICIA EXTERNA

Este tipo de mejora crediticia suele resultar de mayor onerosidad que las que provienen del propio patrimonio de propósito exclusivo, debido a que implica muchas veces la participación de terceros que de otra manera serían ajenos a la transacción.

#### 4.2.3.1 Garantías de Terceros

Si un tercero es garante debe evaluarse el costo implicado de dicha garantía respecto de los beneficios obtenidos porque podría ya no ser muy rentable la operación.

También pueden darse garantías del mismo originador, su simplicidad y costos la hacen ventajosa, pero puede perjudicar la estructura de la titulización, además de aumentar el riesgo de la empresa.

#### 4.2.3.2 Pólizas de Seguro

Se pueden establecer dos niveles de pólizas de seguro que protejan a los valores, uno que proteja directamente a los inversionistas frente a riesgos de incumplimiento y otro que proteja al patrimonio de propósito exclusivo frente a diversos riesgos cuya

<sup>114</sup> Normalmente supervisada por el cedente.

<sup>115</sup> Esta mejora no se podrá hacer con las hipotecas si se les carga con el impuesto de alcabala, por el elevado costo que significaría.

protección sea necesaria para el buen desempeño de este vehículo.

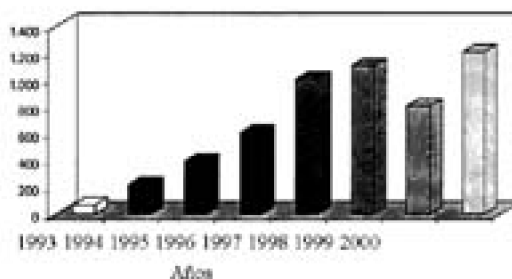
### **4.2.3.3 Fianzas**

Esta modalidad de mejora crediticia ofrece una línea de respaldo secundaria para una operación de titulización, en el caso de que la primera (los flujos que provengan del patrimonio de propósito exclusivo) no haya resultado suficiente para cumplir las obligaciones establecidas en los contratos de emisión de valores. Hay que tener en cuenta que si el objetivo de la fianza es elevar la categoría de riesgo que se le asigna al patrimonio de propósito exclusivo, entonces el agente afianzador debe ser de la mayor calificación crediticia y de riesgo posible.

# CAPITULO V: ANÁLISIS DE LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN EN EL PERÚ HECHOS POR EMPRESAS PRIVADAS

## 5.1.- EL MERCADO Y LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

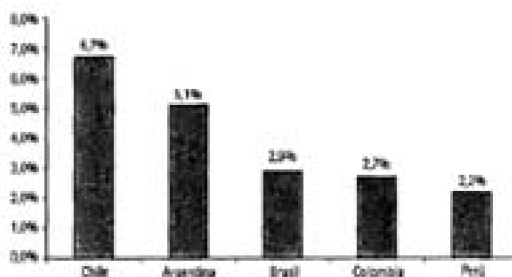
El mercado peruano de valores ha experimentado un crecimiento importante desde inicios de la década pasada debido, entre otras razones, a las reformas económicas que vivió nuestro país. Sin embargo, a pesar de que el monto negociado en el mercado primario de valores ha sufrido un aumento sustancial, es aún reducido en comparación con lo negociado en otros países de la región. Como se puede apreciar en los cuadros 4 y 5, el monto negociado en el mercado primario se ha incrementado considerablemente entre 1993 y el 2000, pero aún en esa fecha solo representaba solo el 2,2% del PBI, porcentaje reducido en comparación con otros países de la región.



*Cuadro 4: Ofertas públicas inscritas en el Perú. Período 1993-2000*

Fuente: Registro Público del Mercado de Valores – Conasev

Elaboración: Gerencia de Investigación y Desarrollo – Conasev



*Cuadro 5: Oferta pública primaria en la región con relación al PBI*

En condiciones similares se regula la titulización de activos en octubre de 1996 con el Decreto Legislativo 861. La primera operación se realiza en julio de 1998 por un monto de US\$ 20'000.000 siendo el originador Ferreyros S.A.A. y los activos titulizados cuentas por cobrar<sup>116</sup>. Otras empresas han realizado ya titulizaciones, se analizarán algunas de acuerdo a las finalidades del presente trabajo<sup>117</sup>. Las características principales de algunas titulizaciones se pueden apreciar en el cuadro siguiente (Cuadro 6)<sup>118</sup>.

<sup>116</sup> Posteriormente esta empresa realizaría tres procesos adicionales, dos públicos y una colocación privada.

<sup>117</sup> Creditítulos ha titulizado Edificios San Isidro y los flujos futuros por alquiler que ellos generen, Quimpac S.A., Tiendas E. Wong S.A. e Hipermercados Metro S.A. y Alicorp S.A.A. han titulizado flujos futuros.

<sup>118</sup> En el presente trabajo no se han considerado la titulización de los Bonos Brady, la titulización realizada por RANSA COMERCIAL S.A. por US\$ 7 millones en agosto de 2002, ni la titulización de Graña y Montero denominada cuya emisión fue denominada "Bonos de Titulización Graña y Montero y Subsidiarias – Primera Emisión" de agosto del 2003, de esta última se obtuvo el prospecto sin embargo los resultados no se consideraron para análisis.

*Cuadro 6. Características de Titulizaciones de Activos de Empresas Privadas en el Perú*

Recordemos que se puede acceder al mercado de valores emitiendo valores representativos de deuda (bonos de arrendamiento financiero, de titulización, instrumentos de corto plazo, etc.) y de valores representativos de capital (acciones). En este último caso, los inversionistas exigirán un mayor rendimiento toda vez que asuma un riesgo mayor, pues, ante un problema de insolvencia que tenga la empresa serán los últimos en cobrar, por ello los valores representativos de deuda serían más atractivos.

Por otro lado, en el Perú los bonos de titulización han aumentado su importancia en el total de ofertas públicas inscritas: en 1998 solo representaban el 1,83% de las ofertas públicas primarias inscritas y, en el 2001, representaron el 6,87%.

En nuestro país se han realizado contados procesos de titulización por un pequeño número de empresas, lo que es consecuencia de la poca profundidad del mercado peruano, de los costos inherentes a toda titulización y al hecho de que pocas empresas pueden reunir las características necesarias para titular montos elevados de activos.

Por otro lado, según un estudio realizado por el MEF, existiría en el mercado un exceso potencial de demanda de bonos <sup>119</sup> que excede largamente la oferta de los mismos, (Ver cuadro 1 en la página 11)

Es interesante observar que el límite que las AFPs pueden invertir en bonos de titulización es el 10% de su cartera de inversiones <sup>5</sup>. Si al 30 de noviembre de 2002 el Fondo de Inversiones era de S/. 15.475 millones, y el 10% sería de S/. 1.547 millones (aprox. US\$ 442 millones), habiéndose invertido a dicha fecha en bonos de titulización S/. 246,6 millones (US\$ 70,5 millones), tenemos que en el sector (AFP) existiría un exceso potencial de demanda de S/ 1.301 millones (US\$ 371 millones); si las AFP tuvieran ese dinero colocado en instrumentos de similar o mayor riesgo pero con un rendimiento más bajo <sup>120</sup>.

<sup>119</sup> La demanda potencial es lo máximo que podrían demandar por este tipo de instrumentos las compañías de seguros, los fondos mutuos, los fondos de pensiones y otras instituciones.

<sup>120</sup> Por otro lado, es bueno tener en cuenta que los límites establecidos para concentración de inversiones en grupos económicos restringen en parte el mayor desarrollo de la titulización. Esto debido a que el emisor para efectos legales resulta la sociedad titular, la que genera problemas de concentración entre los inversionistas.

## **5.2.- FERREYROS S.A.A.**

### **5.2.1.- RUBRO DE LA EMPRESA**

---

Ferreyros tiene por objeto "la compraventa de mercaderías y productos nacionales y extranjeros, la importación y exportación de mercaderías y artículos en general, la provisión de servicios y realización de inversiones y comisiones"<sup>121</sup>.

De la "Misión de la empresa" se deduce que la actividad económica de la misma está orientada a la comercialización de bienes de capital y servicios en los mercados de minería, construcción, agricultura, transporte, energía, industria y pesca, mediante el uso de diversas modalidades de venta. Tiene locales en todo el país.

### **5.2.2.- SITUACIÓN AL MOMENTO DE DECIDIR TITULIZAR.**

---

Había un problema en el calce (desfase en el flujo de caja) de las acreencias y deudas.

Al ser Ferreyros una empresa que comercializa bienes de capital de alto valor, para fomentar sus ventas se veía obligada a otorgar plazos de créditos de alrededor de tres años, lo que le producía un desfase en el flujo de caja, debido a que su proveedor principal (Caterpillar) le otorgaba un financiamiento de seis meses aproximadamente.

Por las dificultades que ofrecía la banca en los tiempos de dicha emisión se emitieron bonos corporativos.

### **5.2.3.- RAZONES DE LA TITULIZACIÓN**

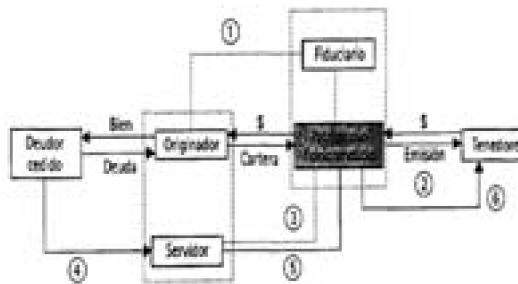
---

1. Necesidad de financiamiento de largo plazo con la finalidad de cubrir el desfase entre los periodos de financiamientos de compras y de ventas.
2. Posibilidad de colocación de valores de mejor clasificación de riesgo.
3. Posibilidad de mejorar las tasas de interés. (menor costo del dinero)
4. Posibilidad de ampliar la base de inversionistas que pudieran adquirir los valores emitidos.

### **5.2.4.- ESTRUCTURACIÓN**<sup>122</sup>

---

<sup>121</sup> Obtenido de: <http://www.ferreyros.com.pe>



Cuadro 7: Diagrama de la titulización de activos en Ferreyros SAA.

Fuente: Prospecto informativo de la titulización, presentada a Conasev, pág. 14.

Reseña:

1.- El originador cede en propiedad fiduciaria al fiduciario una parte de su cartera de crédito de maquinaria y equipos (las "cuentas por cobrar"), con efecto de que el fiduciario la incorpore al patrimonio fideicometido. Bajo dicho acuerdo, el fiduciario mantiene las "cuentas por cobrar" en el patrimonio fideicometido y mantiene el dominio fiduciario sobre las mismas.

2.- El fiduciario en representación del patrimonio fideicometido emite los bonos y los certificados. Los activos del fiduciario no responderán por las obligaciones derivadas por emisión de los bonos y los certificados, las cuales estarán a cargo exclusivamente de los activos del patrimonio fideicometido.

3.- El servidor se encarga de la cobranza, seguimiento de los créditos y ejecución de garantías en el caso de incumplimiento de los "deudores cedidos".

4.- Los deudores cedidos pagan al servidor el principal y los intereses de las cuentas por cobrar.

5.- El servidor transfiere el producto de la cobranza de las cuentas por cobrar al patrimonio fideicometido.

6.- El pago a los titulares de los bonos y certificados se realizará de acuerdo a la prelación de pagos detallada en el prospecto <sup>123</sup>.

<sup>122</sup>

El 23 de diciembre de 1997, Ferreyros S.A.A. (originador) celebró un contrato de fideicomiso de titulización con Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A (fiduciario), por medio del cual constituyó el "Patrimonio en fideicomiso -D.Leg. 861, Título XI, Ferreyros PFF, 1997-01" al que transfirió cuentas por cobrar de sus operaciones de venta al crédito de maquinaria y equipos que tenían un valor en libros de US\$ 14'792.974, a la cual se denominó "cartera inicial". Además, la empresa se obligó a transferir nuevas cuentas por cobrar que formarían lo que se denominó la "cartera profundada". En julio de 1998 se efectuó la colocación de los bonos de la serie A, por US\$ 17 millones a 2,5 años, con una tasa de interés de 7,94% y de la serie B, por US\$ 3 millones a 3,5 años, con una tasa de interés 8,25%. Constituyéndose en la Primera Titulización realizada en el Perú.

<sup>123</sup>

En sus procesos la empresa emitió certificados de participación y bonos.

## 5.2.5.- RESULTADOS

Todas las emisiones de titulización se colocaron con éxito. De esta forma se ha conseguido fuentes de financiación a mediano plazo (2,5 - 5 años).

Observar e identificar el efecto de las titulizaciones en la marcha de la empresa o en sus estados financieros, es sumamente difícil; porque además de la titulización actuarían simultáneamente una serie de factores (como la situación económica del país, las políticas de la empresa: de ventas, financieras y otros) que influyen en dichos estados financieros. Se presenta, Análisis de capital de trabajo en Ferreyros S.A.A. en el Cuadro 08 y el Análisis de endeudamiento de Ferreyros S.A.A. en el Cuadro 09.

**Cuadro 8: Análisis de capital de trabajo en Ferreyros S.A.A. (en miles de nuevos soles)**

Conceptos	1997	1998	1999	2000	2001
Activo corriente	521.634	624.677	557.178	605.881	511.992
Pasivo corriente	360.225	507.275	381.424	445.387	534.722
Capital de trabajo neto	161.409	117.402	175.754	160.494	(22.730)
Existencias	245.781	328.901	269.842	304.784	338.083
Ratios de evaluación:					
Razón corriente	1,45	1,23	1,46	1,36	0,96
Razón ácida	0,77	0,58	0,75	0,68	0,33

Fuente: Estados financieros de la empresa

**Cuadro 9: Análisis de endeudamiento de Ferreyros S.A.A. (en miles de nuevos soles)**

Conceptos	1997	1998	1999	2000	2001
Data de análisis:					
Activo total	791.806	860.911	846.978	957.237	909.043
Pasivo corriente	360.225	507.275	381.424	445.387	534.722
Pasivo no corriente	217.104	121.885	218.014	260.492	147.203
Pasivo total.	577.329	629.160	599.438	705.879	681.925
Ratios de evaluación:					
Pasivo total/activo total	72,91%	73,08%	70,77%	73,74%	75,02%
Pasivo corriente / pasivo total	62,40%	80,63%	63,63%	63,10%	78,41%

Fuente: Estados financieros de la empresa

**De la observación de los cuadros podríamos resaltar lo siguiente:**

- Las razones corriente y ácida disminuyeron.
- El capital de trabajo neto disminuye y en el 2001 se hace negativo.
- La razón pasivo total / activo total va aumentando (de 72,91% a 75,02%) lo que indicaría un aumento del apalancamiento.

## 5.3.- CREDITÍTULOS SOCIEDAD TITULIZADORA S.A.

### 5.3.1.- RUBRO DE LA EMPRESA

Creditítulos es una entidad tituladora de activos, que forma parte de la División Mercado de Capitales del Banco de Crédito del Perú.

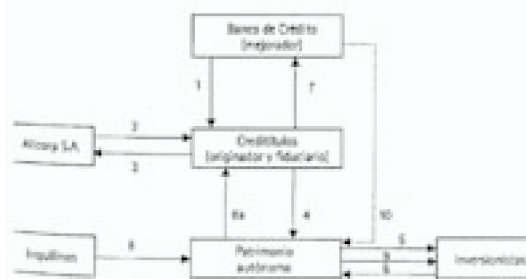
En este proceso de titulización Creditítulos actúa como originador, a la vez que se constituye en el fiduciario, que adquiere los inmuebles denominados "Edificios San Isidro" a Alicorp, para luego transferirlo al patrimonio fideicometido.

### 5.3.2.- RAZONES DE LA TITULIZACIÓN

De acuerdo al prospecto correspondiente a la presente titulización el destino de los recursos es el de realizar inversiones inmobiliarias (cancelar el préstamo adquirido para comprar Edificios San Isidro), lo cual se convierte en la única razón por la que se desarrolla este proceso.

### 5.3.3.- ESTRUCTURACIÓN

El proceso de la titulización se presenta en el cuadro número 10.<sup>124</sup>



Cuadro 10: Esquema de titulización de activos de Creditítulos S.A.

Reseña:

1. El Banco de Crédito del Perú otorga un préstamo de corto plazo a Creditítulos para la adquisición de los bienes que serán materia de titulización.

2. Alicorp transfiere en propiedad a Creditítulos los bienes que conforman "Edificios San Isidro".

3. Creditítulos paga a Alicorp la adquisición de dichos bienes.

4. Creditítulos transfiere los bienes en fideicomiso al patrimonio autónomo.

<sup>124</sup> Fuente: Prospecto de Titulización de Activos Edificios San Isidro

5. Colocación de los bonos de titulización.

6 y 6a. Dinero obtenido de la colocación de los bonos.

7. Creditítulos paga el préstamo de corto plazo con el dinero de la colocación de los bonos.

8. Los inquilinos de "Edificios San Isidro" pagan los alquileres, que son transferidos patrimonio autónomo, previo pago a Alicorp por la administración de los edificios durante cinco años.

9. Pago de intereses y cancelación del principal al vencimiento.

10. El Banco de Crédito, como mejorador, tiene un compromiso de compra si es que al final la titulización los bienes no se logran vender por el monto estipulado (US\$10'150,000).

Los bonos cuentan con garantías y mejoras como un Compromiso de compra, Carta fianza emitida por el Banco de Crédito del Perú, entre otras.

El 4 de mayo de 1998, Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. Creditítulos adquiere bienes inmobiliarios y equipos accesorios de propiedad de Alicorp S.A., el monto que se pagó por tal adquisición fue de US\$ 10'150.000.00, cuya cancelación se realizó el 14 de mayo de 1998. Los fondos utilizados para esta adquisición fueron obtenidos a través de un aporte de capital de sus accionistas y un préstamo a corto plazo del Banco de Crédito del Perú.

Con fecha 29 de septiembre de 1998, Creditítulos transfirió en fideicomiso los bienes indicados, los derechos sobre los flujos de alquileres futuros y otros ingresos que generen dichos activos, así como un aporte de capital en efectivo de US\$ 200,000 al "Patrimonio autónomo Edificios San Isidro - Patrimonio en fideicomiso. DL. No. 861, Título XI".

El 5 de febrero de 1999 Creditítulos, en su calidad de titulizador, emitió los bonos de titulización denominados "Bonos de titulización Edificios San Isidro" por un monto de US\$ 10'150.000 a una tasa de interés de 10,625%, a un plazo de siete años y en serie única.

Con los recursos captados por la colocación de estos bonos de titulización, Creditítulos cancela el préstamo a corto plazo recibido del Banco de Crédito del Perú. El bono principal será pagado al vencimiento con el producto de la venta de los bienes y el pago de los cupones (intereses) será cubierto con el flujo de los alquileres.

### 5.3.4.- RESULTADOS

---

La emisión y colocación se realizó exitosamente, con lo que se obtuvo los fondos necesarios para cancelar el préstamo que el Banco de Crédito hizo para la adquisición de los bienes.

## 5.4.- ALICORP S.AA

---

### **5.4.1.- RUBRO DE LA EMPRESA.**

Alicorp S.A. fue constituida en 1956 bajo la denominación de Anderson Clayton & Company, empresa dedicada a la producción de aceites y grasas comestibles. En 1971, el Grupo Romero compró la empresa y cambió su denominación social por la Compañía Industrial Perú Pacífico S.A. (CIPPSA).

En diciembre de 1993, la empresa inicia una serie de adquisiciones y fusiones que culminan el 2 de diciembre de 1996, cambiando a su actual denominación (Alicorp S.A.A.) el 18 de enero de 2002, tras el acuerdo de adecuar los estatutos de la compañía a los de una Sociedad Anónima Abierta por contar con más de 750 accionistas al término del ejercicio anual 2001, habiendo quedado posteriormente inscrita ante los Registros Públicos.

Actualmente la misión de la empresa se define de la siguiente manera: "Somos una empresa dedicada a la producción y comercialización de alimentos y derivados, integrada por personas con espíritu de empresa, comprometidas en fijar nuevos estándares de excelencia en la satisfacción de los clientes. Queremos lograr nuevos niveles de éxito competitivo en cada categoría de negocios en los que competimos para beneficio de nuestros accionistas, de nuestros clientes y consumidores, de nuestros trabajadores y de las comunidades en las que operamos"<sup>125</sup>.

### **5.4.2.- SITUACION AL MOMENTO DE DECIDIR TITULIZAR**

En este caso veamos primero la situación financiera de la empresa.

**Cuadro 11: Análisis de capital de trabajo 1997-2000 en Alicorp SA (en miles de nuevos soles)**

<b>Conceptos</b>	<b>1997</b>	<b>1998</b>	<b>1999</b>	<b>2000</b>
Activo corriente	587.501	592.227	575.328	493.208
Pasivo corriente	521.977	785.807	560.929	647.014
Capital de trabajo neto	65.524	(193.80)	14.399	(153.806)
Existencias	340.316	282.269	237.558	166.420
Ratios de evaluación:				
Razón corriente	1,13	0,75	1,03	0,76
Razón ácida	0,47	0,39	0,60	0,51

Fuente: Estados financieros de la empresa

**Cuadro 12: Análisis de endeudamiento 1997-2000 en Alicorp SA (en miles de nuevos soles)**

<sup>125</sup> (Memoria Anual de la empresa Alicorp S.A., 2001), citado en "Titulización Activos en el Perú", Jesús Tong, Enrique Díaz, Documentos de Trabajo N°56, UPC, pag.40

Conceptos	1997	1998	1999	2000
Data de análisis:				
Activo total	1.757.333	1.813.273	1.952.912	1.818.129
Pasivo corriente	521.977	785.807	560.929	647.014
Pasivo no corriente	445.314	341.432	620.709	380.988
Pasivo total	967.291	1.127.239	1.181.638	1.028.002
Ratios de evaluación:				
Pasivo total / activo total	55,04%	62,17%	60,51%	56,54%
Pasivo corriente / pasivo total	53,96%	69,71%	47,47%	62,94%

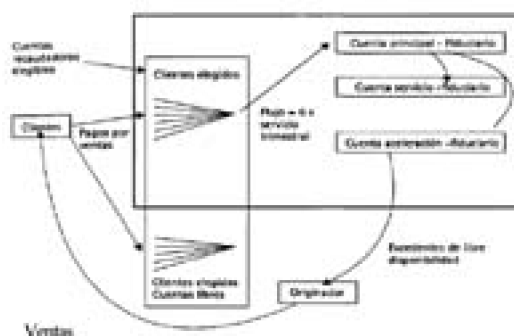
Fuente: Estados financieros de la empresa

Si examinamos los estados financieros correspondientes al periodo 1997 - 2000 se observara que la empresa presenta bajos niveles de capital de trabajo neto (inclusive capital de trabajo negativo) e igualmente bajas razones corriente y ácida de acuerdo al cuadro 11.

En el periodo 1998-2000 se observa una ligera disminución de la razón de endeudamiento (pasivo total / activo total), pero ante la situación descrita en el párrafo anterior<sup>126</sup> y ante el vencimiento de las obligaciones mencionadas se pudo acudir a una nueva emisión de bonos corporativos. Sin embargo, la titulización de activos otorgaría la oportunidad de emitir un valor que obten-dría una mejor clasificación de riesgo y por lo tanto, una menor tasa de interés. Las cifras constan en el Cuadro 12.

El prospecto correspondiente al presente proceso de titulización contempla que el destino de los recursos a obtenerse será la cancelación de obligaciones asumidas con anterioridad por Alicorp S.A..

### 5.4.3.- ESTRUCTURACIÓN



Cuadro 13: Estructura de la titulización de activos de la empresa Alicorp S.A. Patrimonio autónomo

127

<sup>126</sup> Existía además un problema de concentración de vencimientos en el corto plazo

<sup>127</sup> Fuente y elaboración: Prospecto presentado a Conasev pág. 25.

Con fecha 16 de agosto de 2001, Alicorp (originador) celebró el "contrato marco de Fideicomiso de titulización con Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A." (fiduciario), por el que se constituyó el patrimonio autónomo denominado "Patrimonio en fideicomiso D. Leg. 861, Título XI, flujos futuros Alicorp con el fin de respaldar los bonos de titulización que se emitieron.

Conasev autorizó emitir bonos hasta por la suma de US\$ 60 millones. El 17 septiembre de 2001, se emitió la serie A de la primera emisión del primer programa de bonos de titulización Alicorp por S/. 125 millones, equivalente US\$ 40 millones.

Alicorp tiene ventas anuales del orden de US\$400 millones, de los cuales US\$120 millones aproximadamente se realizan a través de distribuidores. Con el fin de estructurar la titulización, Alicorp escogió de sus distribuidores 19 clientes elegidos y 7 elegibles que representan el 18,3% y 6,6% de sus ventas totales respectivamente. Así, las ventas de los clientes elegidos transferirían a unas cuentas recaudadores del Banco de Crédito del Perú, conforme se muestra en el cuadro 13.

Las cuentas recaudadoras que servirían para el pago de los bonos de titulización son tres: la cuenta principal, que centraliza los saldos líquidos; la cuenta servicio, donde se depositan las retenciones diarias y; la cuenta de aceleración donde se consignan los montos necesarios en el supuesto que se produjese hecho que implique la aceleración de los bonos.

En el supuesto de que las cuentas de un cliente elegido entrasen en problemas de morosidad serían cambiadas por una de los clientes elegibles. Las ventas de los clientes elegidos y elegibles cubrirían 1,5 veces el saldo de los bonos por amortizar dando una buena cobertura de capital e intereses.

Además, se ofreció un fideicomiso en garantía hasta por la suma de US\$20 millones sobre dos activos: la línea de producción de alimentos balanceado incluyendo dos marcas y, un inmueble industrial ubicado en Arequipa.

#### **5.4.4.- RESULTADOS**

---

En los estados financieros correspondientes a los años 2000 y 2001, se observa que la razón corriente mejoró de 0,76 a 1,01, mientras que la prueba ácida muestra un índice que se incrementa de 0,51 a 0,69, De igual forma se observa que el capital de trabajo neto pasa de ser negativo en S/. 154 millones a valor positivo de S/. 4,9 millones, (ver cuadro 14)

**Cuadro14: Análisis de capital de trabajo 2000-2001 en Alicorp SA (en miles de nuevos soles)**

Conceptos	2000	2001
Activo corriente	493.208	542.685
Pasivo corriente	647.014	537.808
Capital de trabajo neto	(153.806)	4.877
Existencias	166.420	171.848
Ratios de evaluación:		
Razón corriente	0,76	1,01
Razón acida	0,51	0,69

Fuente: Estados financieros de la empresa

En el año 2001 el pasivo total representa aproximadamente el 56% del total de activos. En lo relacionado con el pasivo corriente respecto al pasivo total se observa una disminución de 62,94% a 53,92% entre los años 2000 y 2001, lo refleja una reestructuración de pasivos de corto a largo plazo, (ver cuadro 15).

**Cuadro 15: Análisis de endeudamiento 2000-2001 en Alicorp S.A. (en miles de nuevos soles)**

Conceptos	2000	2001
Data de análisis:		
Activo total	1.818.129	1.769.691
Pasivo corriente	647.014	537.808
Pasivo no corriente	380.988	459.692
Pasivo total	1.028.002	997.500
Ratios de evaluación:		
Pasivo total / activo total	56,54%	56,37%
Pasivo corriente / pasivo total	62,94%	53,92%

Fuente: Estados financieros de la empresa

## 5.5.- QUÍMICA DEL PACÍFICO S.A. - QUIMPAC S.A.

### 5.5.1.- RUBRO DE LA EMPRESA

---

Química del Pacífico S.A. - Quimpac S.A. es una empresa dedicada a la actividad minera no metálica, que comprende la producción y comercialización de sal industrial y doméstica, soda cáustica, cloro, fosfato bicálcico y otros productos químicos en sus plantas de Lima, Huacho, Pisco y Paramonga.

La compañía se constituyó como Química del Pacífico S.A. en 1964, luego fue estatizada en el año 1975 y privatizada en 1992, después pasó a ser una subsidiaria del Grupo Fishman a través de ARINCO S.A., actual propietaria del 88% del capital.

En diciembre de 1994, con fines de expansión, adquirió el 95% de las acciones de la Empresa de la Sal (EMSAL), de propiedad estatal, por US\$ 13,95 millones que abarcaba más del 90% del mercado local de sal y derivados.

Asimismo, a fines de 1997 Quimpac S.A. adquirió una parte importante de activos pertenecientes al Complejo Químico - Papelero Paramonga (estatal a partir de julio de 1998 incursionó en la industria papelera en general, razón por la que cuenta con una planta ubicada en la localidad de Paramonga.

Producto de su política de adquisiciones, Quimpac S.A. se convirtió en único productor nacional integrado de sal, productos químicos y bobinas papel; lo que aunado a su ubicación geográfica, la calidad de sus producto sinergias obtenidas, le permiten situarse entre los cinco mayores producto de cloro-soda de Sudamérica y ser el principal productor de bobinas de papel en el Perú.

### **5.5.2.- RAZONES DE LA TITULIZACIÓN**

---

La empresa no se encontraba en mala situación, de acuerdo al balance de 1999 (ver cuadro 17, pag132) se observa razones corriente y ácida bajas que aunque habían mejorado no eran suficientes, ante este panorama, era conveniente pensar en una reestructuración financiera, mediante la cual se cambie además la proporción de pasivo corriente y pasivo no corriente.

Las opciones para lograrlo podrían ser el crédito bancario a mediano o largo plazo o acudir al mercado de valores. Se debe considerar que Quimpac en ese momento no había salido aún al mercado de valores, razón por la que era muy difícil que pudiera emitir bonos corporativos con una buena clasificación de riesgo o acudir al sistema bancario y negociar una adecuada tasa de interés.

En cambio, el proceso de titulación le permitió estructurar un valor (bono de titulación) que obtuvo una clasificación de riesgo AA+ con una tasa de interés de 9,75%.

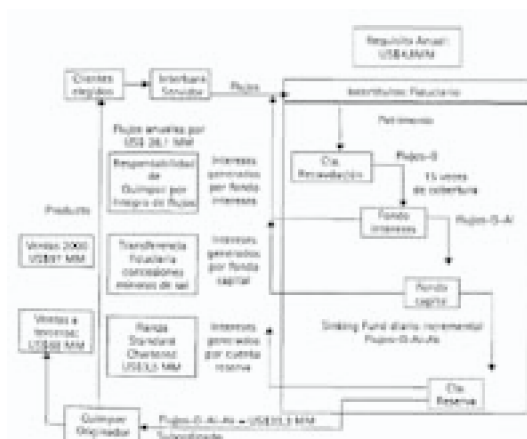
### **5.5.3.- ESTRUCTURACIÓN**

---

El 4 de enero de 2000, Quimpac S.A. (originador) celebró el contrato de fideicomiso en titulación con Intertítulos Sociedad Tituladora S.A. (fiduciario), mediante el que se constituyó el "Patrimonio en fideicomiso - D. Leg. N°861 - Título XI - Quimpac - primera emisión", al que cedió los derechos sobre flujos futuros que se deriven de las ventas de sal y productos químicos que realicen a determinados clientes.

El 28 de enero de 2000, se colocaron los "Bonos de titulación Quimpa primera emisión" por la suma de US\$ 20 millones a una tasa de interés efectiva anual de 9,75%, con pago de intereses trimestrales y el pago capital al vencimiento en enero de 2007.

Quimpac tenía ventas consolidadas anuales de US\$ 72 millones en 1999, las cuales el 50% correspondía a la unidad de productos químicos, el 25% correspondían a la unidad de papeles y el 25% restante a la unidad de sal. 70% de sus ventas se producía en el mercado interno. El esquema de la titulación es el que se muestra en el cuadro 16.



Cuadro 16: Esquema de la titulización de activos de Quimpac S.A.

Fuente y elaboración: Presentación "Bonos titulizados. Quimpac SA", Arthur Andersen Corporate Finance, Interfip bolsa, Intertitulos y Andersen Legal.

Con el fin de efectuar la titulización, Quimpac seleccionó a 41 "clientes elegibles" de sus unidades de venta de productos químicos y sal. Estos clientes debían efectuar compras mayores a US\$ 100.000 durante el último año, tener Buena clasificación de riesgo y demostrar alta dependencia respecto de los productos de Quimpac. Además, las ventas que se efectuaron a estos clientes no deberían tener un periodo de cobranza mayor a 90 días.

Los clientes elegidos efectuarían sus pagos a Interbank (servidor), que deposita estos pagos en la cuenta de recaudación a nombre del patrimonio fideicomitado, en la que se crearan tres fondos de reserva.

Los fondos de reserva son de intereses, con el fin de efectuar el pago trimestral de los mismos; de capital, que servirá para el pago del principal y cuenta de reserva, por la suma de US\$ 440 mil que se detraerán de los fondos provenientes de la titulización.

Se ofrecieron las siguientes garantías:

- La cuenta de reserva mencionada.
- Una fianza por US\$ 3,5 millones otorgada por el Banco Standard Chartered.
- Las concesiones mineras de sal de Quimpac y de Empresas de la Sal S.A. (Emsal) que se entregan en fiducia garantía a Interbank.
- Responsabilidad de Quimpac por el íntegro de flujos.

Como garantía adicional se estableció la posibilidad de sustituir y/o complementar mentar a los clientes elegidos, si estos dejaran de cumplir las características antes mencionadas. Incluso el fiduciario podría solicitar la incorporación de clientes de otras unidades de negocio.

Los recursos que se obtengan de la titulización se entregarán al originador, descontando antes los gastos del proceso de estructuración, el monto de la cuenta de reserva y la suma destinada a la reestructuración de pasivos, entre las que se encuentran el pago de las dos últimas cuotas por la compra de Emsal S.A. El 25% de los recursos

se destinará a proyectos de inversión.

### 5.5.4.- RESULTADOS

Al compararse el año 2001 con el año 1999, se observa una mejora en las razones corriente y ácida, así como en el capital de trabajo neto que se vuelve positivo alcanzando el nivel de S/. 31 millones en el 2000, mientras que en el 2001 alcanza S/. 29 millones. (Veamos el Cuadro 17).

**Cuadro 17: Análisis de capital de trabajo 1999-2001 en Quimpac SA (en miles de nuevos soles)**

Conceptos	1999	2000	2001
Activo corriente	121.665	173.968	188.437
Pasivo corriente	145.184	142.976	159.039
Capital de trabajo neto	(23.519)	30.992	29.398
Existencias	43.665	65.645	60.348
Patios de evaluación:			
Razón corriente	0,84	1,22	1,18
Razón ácida	0,54	0,76	0,81

Fuente: Estados financieros de la empresa

**Cuadro 18: Análisis de endeudamiento 1999-2001 en Quimpac S.A. (en miles de nuevos soles)**

Conceptos	1999	2000	2001
Data de Análisis:			
Activo Total	349,608	427.754	437.250
Pasivo corriente	145.184	142.976	159.039
Pasivo no corriente	65.099	135.227	116.367
Pasivo Total	210.283	278.203	275.406
Patios de evaluación:			
Pasivo Total/ Activo Total	60,15%	65,04%	62,99%
Pasivo corriente/ Total Pasivos	69,04%	51,39%	57,75%

Fuente: Estados financieros de la empresa

En cuanto a la estructura de la deuda, se observa que el pasivo corriente en relación con el total de pasivos disminuye del 69,04% al 51,39% en el 2000 como resultado de la reestructuración financiera efectuada; sin embargo, el año 2001, el ratio muestra un crecimiento alcanzando el 57,75%.

En el cuadro 18 se observa que la razón de endeudamiento (pasivo total / activo total) sube ligeramente a 65% en el año 2000, mientras que para el año 2001, este ratio muestra valor de 63%. En el prospecto de titulización se menciona que el 25% de los

fondos obtenidos serian dedicados a inversiones.

Al considerar lo expuesto, creemos que con la titulización se consiguió el objetivo de alcanzar una mejor estructura financiera con una mayor participación de deudas a largo plazo. Además, se obtuvo financiamiento a largo plazo para inversiones.

## 5.6.- E. WONG S.A. & HIPERMERCADOS METRO S.A.

### 5.6.1.- RUBRO DE LA EMPRESA

---

E.Wong S.A. & Hipermercados Metro S.A. son sociedades anónimas integrantes del Grupo Supermercados Wong, constituidas el 7 de julio de 1983 y el 15 de septiembre de 1992 respectivamente. La actividad económica de E.Wong & Hipermercados Metro es la compra-venta y representación de todo tipo de productos al por mayor y menor, susceptibles de ser comercializados en establecimientos y tiendas por departamentos.

Las principales empresas que constituyen el Grupo Wong son las siguientes: E. Wong S.A. & Hipermercados Metro S.A., dedicadas al giro de supermercados, pero empresas como La Molina Vieja S.A., Tiendas Benavides S.A., Almacenes Chacarilla S.A., Supermercado Ucello S.A., Supermercado San Miguel S.A., Supermercado San Isidro S.A., Almacenes Metro S.A., Guip S.A., Cinco Robles S.A. y Tres Palmeras S.A. las que prestan servicios logísticos, contables, administrativos, asesoramiento empresarial y capacitación de recursos humanos.

Si bien el Grupo Wong mantiene al momento de estructura la emisión el liderazgo en el sector con una participación del 72% (al año 2000), hay que destacar que ya existía un creciente grado de competencia.

El Grupo Wong había ya consolidado alianzas estratégicas con prestigiosas presas líderes en el ámbito mundial como la cadena de multicines Cinemark que venía operando en el Hipermercado Metro de la Av. La Marina; y con la cadena de la de restaurantes Mc. Donalds.

### 5.6.2.- RAZONES DE LA TITULIZACIÓN

---

Observemos previamente unos cuadros <sup>128</sup>.

#### Cuadro 19: Análisis de Capital de Trabajo

<sup>128</sup> Fuente: Estados financieros de la empresa

**CAPITULO V: ANÁLISIS DE LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN EN EL PERÚ HECHOS POR EMPRESAS PRIVADAS**

	1997	1998	1999	2000
Conceptos	Miles S/.	Miles S/.	Miles S/.	Miles S/.
Activo corriente	233.825	307.800	347.601	398.616
Pasivo corriente	291.270	391.340	476.890	522.058
Capital de trabajo neto	(57.445)	(83.540)	(129.289)	(123.442)
Cuentas por cobrar	19.447	28.141	24.141	8.846
Existencias	45.214	58.667	56.708	68.056
Ingresos por ventas	1.248.854	1.470.436	1.473.166	1.569.173
Utilidad neta	32.365	30.892	18.312	30.799
Total activos	467.080	739.747	854.508	988.408
Patrimonio neto	131.447	314.972	330.437	388.903
ROE	24,60%	9,80%	5,50%	7,90%
ROÍ <sup>129</sup>	6,90°/o	4,20°/o	2,10%	3,10%
Razón corriente	0,80	0,79	0,73	0,76
Razón ácida	0,65	0,64	0,61	0,63

**Cuadro 20: Análisis de Endeudamiento**

	1997	1998	1999	2000
Conceptos	Miles S/.	Miles S/.	Miles S/.	Miles S/.
Data de análisis:				
Total activos	467.080	739.747	854.508	988.408
Pasivo corriente	291.270	391.340	476.890	522.058
Pasivo no corriente	44.364	33.436	47.181	77.447
Pasivo total.	335.634	424.776	524.071	599.505
Patrimonio neto	131.447	314.972	330.437	388.903
Cuentas por pagar	165.302	218.505	217.473	259.008
Sobregiros y préstamos bancarios	89.790	118.577	194.522	182.977
Parte corriente de las deudas de largo plazo	7.566	8.874	7.602	17.165
Ratios de evaluación:				
Pasivo total / activo total	0,72	0,57	0,61	0,61
Pasivo corriente / Total pasivos	86,78%	92,13%	91,00%	87,08%
Pasivo corriente / Pasivo no corriente	6,57	11,70	10,11	6,74

Fuente : Estados financieros de la empresa

Y en el Cuadro 19 tenemos que en los estados de resultados se observa un crecimiento de los ingresos ventas, aunque los resultados operativos se mantienen relativamente constantes. Es decir, la empresa presenta resultados operativos constantes incremento sustantivo de sus activos fijos, lo cual lleva a obtener indicadores ROÍ y ROE (Retornos Sobre Inversión y Retornos Sobre El Patrimonio ) con una fuerte tendencia a la

<sup>129</sup> Siglas ROI y ROE: Corresponde a los retornos sobre inversión y retornos sobre el patrimonio respectivamente.

baja.

Por otro lado, la empresa presenta niveles de capital de trabajo neto negativos, como resultado de incrementos sucesivos en el pasivo corriente en mayor medida que el activo corriente; así como bajos niveles en las razones corriente y ácida".

En el Cuadro 20, del análisis de la información financiera del período 1997-2000 se observa que el Grupo Wong muestra un crecimiento de sus activos totales. La mayor proporción de este crecimiento se da en activos fijos, como resultado de la implementación de nuevas tiendas durante este periodo.

De igual forma se observa que este crecimiento ha sido financiado en gran medida con deuda de corto plazo y principalmente mediante "sobregiros y préstamos bancarios" y "cuentas por pagar comerciales".

El índice de endeudamiento pasivo total / activo total varía entre el 0,72 alcanzado en el año 1997 y el 0,61 en el 2000. La relación entre pasivo corriente y total de pasivos nos indica una mayoritaria participación de los pasivos corrientes, que se expresa entre el 86% en 1997 y 87% en el año 2000.

Ante este panorama de opciones financieras acudir al crédito bancario a mediano o largo plazo o acudir al mercado de valores mediante bonos corporativos era poco ventajoso, se le podía haber cobrado hasta un 20% de interés por el dinero que necesitaban, ante esta situación, la titulización de activos se presentaba como una buena alternativa para reestructurar las fuentes de financiamiento de Wong, y a su vez permitirle el ingreso al mercado de valores.

### 5.6.3.- ESTRUCTURACIÓN

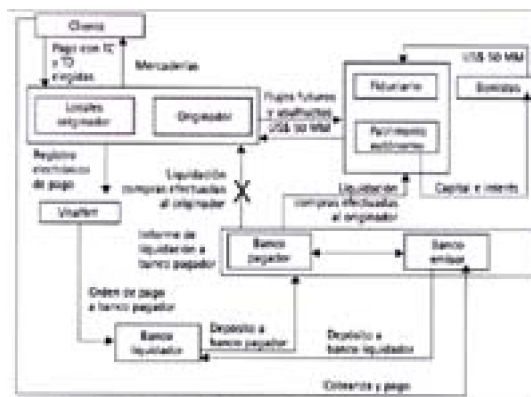
---

El 16 de julio de 2001, E. Wong. S.A. e Hipermercados Metros S.A. (originadores) suscribieron con Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A. (fiduciarios) el "contrato marco de fideicomiso de titulización", por medio del que se constituyó el patrimonio fideicometido denominado "Patrimonio en fideicomiso -D.Leg. N° 861, Título XI, Wong & Metro - primera emisión" al cual cedieron los derechos sobre flujos futuros que se originen por ventas que se efectúen en determinados locales y a través de ciertas tarjetas de crédito y/o débito.

El patrimonio mencionado serviría para cubrir el pago de los bonos de titulización que se emitan hasta por un monto de US\$ 50 millones.

Durante el año 2000, las ventas anuales de Wong y Metro fueron de US\$ 524.5 millones (incluido el IGV), de las cuales el 66% se realiza en efectivo, el 29% se paga a través de tarjetas de crédito y débito y el 5% restante por medio de otras formas de pago.

El Grupo Wong transfirió al patrimonio fideicometido los pagos que recibiría por medio de las tarjetas emitidas por los bancos Continental, Santander e Interbank, que representaban el 9% de sus ventas, así como los pagos a través de todas las tarjetas de crédito emitidas en el extranjero y afiliadas a Visa. Con los flujos provenientes de estas tarjetas se obtuvo un índice de cobertura promedio que variaría de 4,4 a 5,9 veces el capital e intereses de los bonos entre el primero y quinto años.



*Cuadro 21: Estructura de la titulización de activos de Wong & Metro S.A.*

Fuente y elaboración: Prospecto de titulización presentado por el originador, anexo 4, obrante a folio 768 del registro de Conasev.

Los fondos que se transferirían al patrimonio fideicometido, se depositarían en una "cuenta centralizadora", en la que se crearían cinco fondos de reserva a fin de garantizar el pago de los bonos. Estos son: Fondo de Reserva - Intereses, Fondo de Reserva - Capital, Fondo de Reserva - Aceleración, Fondo de Reserva - Covenants y el Fondo de Depósito en Garantía.

Se ofrecieron dos garantías específicas en el proceso de titulización: un fideicomiso en usufructo sobre seis tiendas de Wong & Metro y un fondo de depósito en garantía por la suma de US\$ 1.100.000 que se detraen de los recursos de la colocación.

Además, se ofrece como garantía adicional un régimen por el que se pueden sustituir y/o complementar las tarjetas de crédito y/o débito elegidas.

Es importante mencionar que la totalidad de los recursos captados con la titulización "serán destinados a la reestructuración de los pasivos, el Fiduciario no entregará dinero en efectivo a los Originadores, sino que los destinará a cancelar los préstamos de acuerdo con la lista otorgada por el Originador".

#### **5.6.4.- RESULTADOS DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS**

La emisión de bonos de titulización se realizó entre los meses de agosto y septiembre de 2001, colocándose satisfactoriamente toda la emisión.

En cuanto a los resultados en los estados financieros, en el Cuadro 22 se nota que el capital de trabajo neto permanece negativo en el año 2001, pero en una menor magnitud, habiendo pasado de -S/. 123 millones a - S/. 58 millones. La razón corriente se ha elevado de 0,76 a 0,89 y la razón ácida de 0,63 a 0,67 en el año 2001. Estos cambios se explican por el aumento de "existencias" y "cuentas por cobrar" (activo corriente) sin que se incremente sustantivamente el pasivo corriente.

Cabe mencionar que durante el periodo 2000 a 2001 la superficie total en metros cuadrados de los locales del grupo no varió (121.588 m).

En el Cuadro 23 se aprecia por el lado del endeudamiento el ratio deuda / activo

## Los procesos de titulización de activos

total, se ha elevado de 0,61 a 0,65. La relación pasivo corriente a pasivo total pasa de 87% a 73%, lo que muestra el resultado de la reestructuración de sus pasivos.

**Cuadro 22: Análisis de Capital de Trabajo**

	2000	2001
Conceptos	Miles S/.	Miles S/.
Activo corriente	398.616	461.124
Pasivo corriente	522.058	519.309
Capital de trabajo neto	(123.442)	(58.185)
Cuentas por cobrar	8.846	25.283
Existencias	68.056	115.284
Ingresos por ventas	1.569.173	1.720.742
Utilidad neta	30.799	9.903
Total activos	988.408	1.091.926
Patrimonio neto	388.903	386.937
ROE	7,90%	2,60%
ROI <sup>130</sup>	3,10 <sup>o*</sup>	0,90%
Razón corriente	0,76	0,89
Razón ácida	0,63	0,67

Fuente : Estados Financieros de la Empresa.

**Cuadro 23: Análisis de endeudamiento**

Conceptos	2000	2001
	Miles S/.	Miles S/.
Data de análisis:		
Total activos	988.408	1.091.926
Pasivo corriente	522.058	519.309
Pasivo no corriente	77.447	185.679
Pasivo total	599.505	704.988
Patrimonio neto	388.903	386.937
Sobregiros y préstamos bancarios parte	182.977	95299
Corriente de las deudas de largo plazo		
Deudas a largo plazo	17.165 73.247	32.823
Ratios de evaluación		177.380
Pasivo total / activo total	0,61 87,08%	0,65
Pasivo corriente / Total pasivos Pasivo corriente / Pasivo no corriente	6,74	73,66%
		2,80

<sup>130</sup> Siglas ROI y ROE: Corresponde a los retornos sobre inversión y retornos sobre el patrimonio respectivamente

Fuente : Estados Financieros de la Empresa.

La reestructuración financiera, no solo implicó la reducción de pasivo corriente reemplazándolo con pasivo no corriente, sino que significó negociación de tasas de interés, reducción de sobregiros y préstamos bancarios, lo cual se reflejaría en el estado de resultados en un incremento moderado del gasto financiero a pesar de haberse incrementado la deuda total de S/.599 millones a S/.705 millones, tal como se observa en el cuadro 23.

Como es de apreciarse este sistema de financiamiento fue una buena alternativa para las empresas que la realizaron, demostrándose que era posible obtener menores tasas de interés en una emisión, gracias a este proceso financiero. Constituyéndose en una solución al financiamiento de las empresas, o en todo caso una alternativa mas para diversificar la estructura de las deudas.

## **5.7.- EMPRESAS TITULIZADORAS EN EL PERÚ**

### **5.7.1. Razón Social: Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A.**

Fecha de Inscripción : 29/08/97

Objeto Social : Administración de Mercados Financieros.

Dirección : Av. Camino Real 456, Torre Real, Piso 6.

Distrito : San Isidro

Provincia : Lima

Representante Legal : Julio Vargas Ramírez

### **5.7.2. Razón Social: Continental Sociedad Titulizadora**

Fecha de Inscripción : 02/02/99

Objeto Social : Administración de Mercados Financieros.

Dirección : Av. República de Panamá 3055, Piso 2.

Distrito : San Isidro

Provincia : Lima

Representante Legal : ----

### **5.7.3. Razón Social: Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A.**

Fecha de Inscripción : 16/02/98

Objeto Social : Administración de Mercados Financieros.

Dirección : Calle Centenario150, Urb. Las Laderas de Melgarejo.

Distrito : La Molina.

Provincia : Lima

Representante Legal : José Manuel Peschiera.

**5.7.4. Razón Social: Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A.**

Fecha de Inscripción : -

Objeto Social : Actividades Financieras.

Dirección : Av. República de Panamá 3420.

Distrito : San Isidro

Provincia : Lima

Representante Legal : Baltazar Melanio Ascencios Rodríguez

**5.7.5. Razón Social: Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A.-Intertítulos ST.**

Fecha de Inscripción : 03/09/99

Objeto Social : Administración de Mercados Financieros.

Dirección : Calle Carlos Villarán 140, 3er. Piso, Santa Catalina.

Distrito : Lima

Provincia : Lima

Representante Legal : Pablo Quiroga Persivale.

**5.7.6. Razón Social: Trust Sociedad Titulizadora S.A.**

Fecha de Inscripción : 09/09/97

Objeto Social : Administración de Mercados Financieros.

Dirección : Arias Araguez 133 – San Antonio.

Distrito : Miraflores.

Provincia : Lima

Representante Legal : Juan Álvaro Lira Villanueva.

**5.7.7. Razón Social: Wiese Sudameris Sociedad Titulizadora S.A.**

Fecha de Inscripción : 29/01/99

Objeto Social : Actividades Auxiliares de la Intermediación Financiera N.C.P.

Dirección : Av. Dionisio Derteano 102, Piso 6.

Distrito : Lima

Provincia : Lima

Representante Legal : Alfredo Dancourt Iriarte.

Nota: Algunos Cuadros han sido extraídos del Documento de Trabajo N°56 "Titulización de Activos en el Perú", Jesús Tong, Enrique Díaz, UPC, 2003.

# CAPITULO VI.: LOS PROCESOS TITULIZACION EN OTROS PAISES

## 6.1.- LA TITULIZACIÓN EN CHILE

Denominada en este país Securitización, el marco legal para desarrollar la securitización fue sancionado en 1994 mediante la Ley No. 19.301<sup>131</sup>, que modificó diversos dispositivos legales ligados a la Ley N°18.045 del Mercado de Valores, principalmente los siguientes aspectos: establecimiento de sociedades securitizadoras, emisión de bonos de largo plazo, y clasificación de riesgo. Complementariamente, fue incorporándose a la legislación una serie de normas de carácter general por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros.

La Ley entre otras materias, incorporó al mercado los títulos de securitización como una nueva alternativa de inversión, estableciendo como vehículo para ello, un tipo de sociedad de giro exclusivo, la sociedad securitizadora, cuya característica principal es su capacidad legal de formar y administrar tantos patrimonios separados como emisiones realice sin que entre ellos se traspasen riesgos<sup>132</sup>.

---

<sup>131</sup> Texto de acuerdo a la denominación que se da a las Leyes en Chile.

Los bonos securitizados, que deben contar con dos clasificaciones de riesgo, en un inicio podían estar respaldados por los denominados mutuos hipotecarios endosables y por los contratos de arrendamiento con promesa de compra, comúnmente llamado leasing habitacional, pues, si bien no consta explícitamente en la Ley, en un comienzo se planteó como una posibilidad de disminuir el costo de financiamiento de las viviendas en el país y fomentar el desarrollo del sector inmobiliario, transfiriéndole recursos a través de la securitización de instrumentos, tales como letras y mutuos hipotecarios<sup>133</sup>.

Posteriormente, se amplió con la incorporación de nuevos activos susceptibles de ser securitizados, tales como depósitos a plazo de bancos nacionales, bonos de la Tesorería General de la República y flujos futuros esperados provenientes de obras públicas, de obras de infraestructura de uso público, de bienes nacionales de uso público o de las concesiones de estos bienes u obras.

El proceso de securitización en Chile no ha estado exento de limitaciones que explican, en buena medida, su lento desarrollo en los primeros años de su vigencia legal, a pesar de existir un mercado primario de hipotecas relativamente desarrollado. A fin de revertir esta situación, en 1999, mediante la Ley No. 19.623, se introdujeron importantes modificaciones legales que al conceder una mayor flexibilidad a las normas y exigencias a las sociedades securitizadoras, han hecho más expeditivos los procedimientos del proceso de securitización.

Una de las más importantes modificaciones se refiere a la posibilidad de efectuar una emisión de bonos y colocarla, así como proceder con el producto de la venta de los bonos a pagar los activos de respaldo, aun antes de constituir éstos el patrimonio separado. La legislación anterior exigía que los activos de respaldo se encontraran incorporados al patrimonio separado al momento de la emisión, lo que significaba adquirir previamente los activos, con el consiguiente riesgo y elevado capital requerido para concretar una operación de esta índole. Ahora está autorizado que pueda colocarse primero la emisión y posteriormente tomar los activos de respaldo. Esto ha permitido un rápido incremento de las emisiones. Otro cambio trascendental fue la eliminación del concepto de título de crédito para constituir activo sujeto de securitización, permitiéndose también como activos subyacentes los derechos sobre flujos futuros de pago (entre ellos, por ejemplo, los emanados de las concesiones de obra pública, obra de infraestructura de uso público, y bienes nacionales de uso público).

En cuanto a la situación de la titulización hipotecaria destaca la importante inversión habitacional asociada con un nivel de gasto público en vivienda y con una creciente participación de la actividad privada, como resultado de la implementación del esquema de subsidio habitacional directo que ha servido para que los recursos del Estado se conviertan en un catalizador del ahorro privado para la vivienda<sup>134</sup>. Los programas de

---

<sup>132</sup> Las emisiones se dan a partir de títulos respaldados por determinados créditos.

<sup>133</sup> Las letras de crédito hipotecario siendo un instrumento altamente líquido, lo hace poco propicio para fines de securitización, por cuanto una de las funciones principales de la titulización es otorgar liquidez a activos ilíquidos. Las letras hipotecarias tiene doble garantía, el banco que la emite y la hipoteca que la respalda. Boletín Titulares – Informativo de la Tituladora Colombiana. N°04. Febrero 2003. Pag.04.

vivienda social del Estado vienen de años atrás, por lo que la política habitacional chilena no ha dependido de este instrumento, sin embargo, en Chile existe una modalidad de financiamiento y acceso a la vivienda de aplicación relativamente reciente denominada arrendamiento de vivienda con promesa de compra-venta, o más comúnmente conocida como Leasing Habitacional, que es “un mecanismo que puede operar con o sin subsidio habitacional directo, permite ampliar el acceso a la vivienda, pudiéndose titulizarse los contratos, como una alternativa mas en el Mercado de Capitales Chileno, ya que estos contratos tienen un perfil adecuado para atender las necesidades de inversión de las compañías de seguros de vida, permitiendo el calce de activos (bonos securitizados) y pasivos (rentas vitalicias) de estos inversionistas institucionales”<sup>135</sup>.

Teniendo en cuenta esta trayectoria, el análisis de la experiencia chilena en materia de securitización de hipotecas, con sus concreciones y sus limitaciones, puede ser útil para otros países que vienen encarando esfuerzos en este sentido, a fin de efectuar las adecuaciones necesarias de los marcos legales, institucionales y operativos, pero, sobre todo, a fin de impulsar el desarrollo de sólidos mercados primarios de hipotecas, que se caractericen por generar hipotecas razonablemente rentables y seguras que respalden adecuadamente la emisión de bonos securitizados atractivos para los agentes inversionistas.

Con respecto a los inversores Institucionales, de similar forma que en Perú existen las denominadas AFP, (Administradoras de Fondos de Pensiones), que constituyen un sistema previsional de capitalización individual<sup>136</sup>, que administra grandes masas de recursos<sup>137</sup>, pudiendo invertir el dinero en el mercado de capitales, siendo fundamentales entonces para el desarrollo de éste, existiendo un demanda potencial de diversos títulos(en ellos bonos titulizados/ securitizados), siendo importante mencionan que las carteras tienen límites de inversión. Jorge Marín<sup>138</sup> expone, que los principales inversores institucionales chilenos, las compañías de seguros de vida y administradoras de fondos de pensiones invierten (en promedio) un 80% de los fondos en instrumentos de renta fija, de los cuales pequeños porcentajes son invertidos en bonos titulizados (entre

<sup>134</sup> Pablo Araya, “El sector inmobiliario en la economía chilena”, artículo publicado por la UNION INTERAMERICANA PARA LA VIVIENDA, UNIAPRAVI “Mercados de Capitales y Financiamiento de la Vivienda: La Securitización en Chile”, USAID Ediciones, Santiago de Chile, 1996.pag.19-25

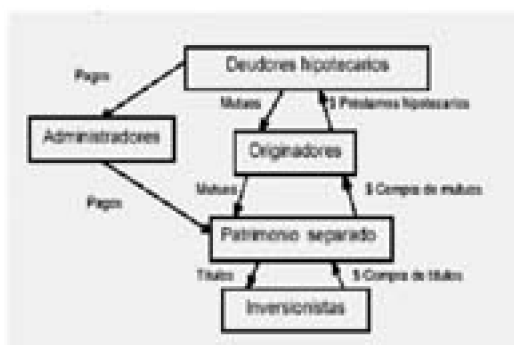
<sup>135</sup> Germán González “El Leasing Habitacional”, artículo publicado en Op. Cit. Nota: se cambio los términos activos por pasivos por didáctica sin distorsionar lo expresado por el autor en nuestra opinión. Respecto a la securitización de Contratos de Leasing habitacional, Juan Crocco ( “Securitización de Contratos de Leasing Habitacional” artículo Op.Cit.) sostiene que el objetivo de la estructuración es maximizar la emisión de bonos sénior y minimizar el fondo de reservas, dadas las restricciones que ponen las clasificadoras de riesgo. (Definitivamente la emisión por tramos, de bonos Seniors y Junior es importante en toda emisión).

<sup>136</sup> Aunque a diferencia del Perú, existe una garantía de una pensión mínima por parte del Estado, es decir si luego de 20 años de haber aportado al sistema no se logra un mínimo de pensión, el estado le complementa la diferencia hasta alcanzar la pensión mínima.

<sup>137</sup> Al 2002 los fondos de pensiones suman unos US\$36.000 millones, equivalentes a casi el 50% del producto interno bruto de Chile.

7% y 17% de las AFPs y Compañías de Seguros respectivamente), el mismo autor agrega: “el desarrollo del mercado de bonos securitizados en Chile es aún muy incipiente, estimando que entre los años 2000 y 2005 la demanda por bonos securitizados podría cuadruplicarse”, destacando además las ventajas que tienen los bonos securitizados con respecto a los bonos corporativos y bancarios, las que radican básicamente en la atomización de los riesgos y la posibilidad que brindan al inversionista de elegir exactamente el grado de riesgo que desea asumir de acuerdo con su política de inversiones.

Los principales activos de respaldo en las securitizaciones han sido mutuos hipotecarios endosables y contratos de leasing habitacional. El cuadro 24 muestra un pequeño esquema de las titulaciones de mutuos hipotecarios chilenas, el cuadro 25 muestra los montos anuales de titulaciones chilenas, El cuadro 26 resume las principales características de las emisiones de una de las principales securitizadoras chilenas que participa con mas del 55% de participación en el mercado de activos securitizados en Chile.



Cuadro 24: Titulaciones De Mutuos Hipotecarios

Fuente: Boletín Titulares – Informativo de la Titulizadora Colombiana. N°04. Febrero 2003. Pag.04.

Año	Monto (miles de \$US)	Número de emisiones
1.996	8.166	1
1.997	9.162	1
1.998	14.887	1
1.999	27.493	2
2.000	125.089	6
2.001	210.802	7

Cuadro 25: Muestra Los Montos Anuales De Titulaciones Chilenas. FLUJO ANUAL DE TITULARIZACION EN CHILE

Fuente: Boletín Titulares – Informativo de la Titulizadora Colombiana. N°04. Febrero 2003. Pag.04.

138 Jorge Marín, “Colocación de Bonos Securitizados en el Mercado de Capitales”, artículo publicado por la UNION INTERAMERICANA PARA LA VIVIENDA, UNIAPRAVI “Mercados de Capitales y Financiamiento de la Vivienda: La Securitización en Chile”, USAID Ediciones, Santiago de Chile, 1996.pag.19-25

País y Estado de Emisión	País	País	País	País	País
Chile	Chile	Chile	Chile	Chile	Chile
Argentina	Argentina	Argentina	Argentina	Argentina	Argentina
Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil	Brasil
Colombia	Colombia	Colombia	Colombia	Colombia	Colombia
Costa Rica	Costa Rica	Costa Rica	Costa Rica	Costa Rica	Costa Rica
El Salvador	El Salvador	El Salvador	El Salvador	El Salvador	El Salvador
Guatemala	Guatemala	Guatemala	Guatemala	Guatemala	Guatemala
Honduras	Honduras	Honduras	Honduras	Honduras	Honduras
Nicaragua	Nicaragua	Nicaragua	Nicaragua	Nicaragua	Nicaragua
Panamá	Panamá	Panamá	Panamá	Panamá	Panamá
Paraguay	Paraguay	Paraguay	Paraguay	Paraguay	Paraguay
Puerto Rico	Puerto Rico	Puerto Rico	Puerto Rico	Puerto Rico	Puerto Rico
Venezuela	Venezuela	Venezuela	Venezuela	Venezuela	Venezuela

Cuadro 26: Emisiones realizadas por Santander S.A. Sociedad securitizadora

Fuente: UNION INTERAMERICANA PARA LA VIVIENDA, UNIAPRAVI “Mercados de Capitales y Financiamiento de la Vivienda: La Securitización en Chile”, USAID Ediciones, Santiago de Chile, 1996

En suma, con este instrumento financiero se pretendió alcanzar el logro de los siguientes objetivos económicos: Disminuir los costos de financiamiento de la construcción y obras de infraestructura en general, fomentando además el flujo de inversiones hacia estos sectores; ampliar, la gama de posibilidades de inversión de los inversionistas institucionales del país, particularmente Compañías de Seguros de Vida y Administradoras de Fondos de Pensiones.

## 6.2.- LA TITULIZACIÓN EN COLOMBIA

### 6.2.1.- ANTECEDENTES Y EVOLUCION

Denominada en este país Titularización, desde 1.993 existe en Colombia la posibilidad de generar nuevos títulos diferentes a los tradicionalmente incorporados en el mercado público de valores, (acciones, bonos y papeles comerciales), a partir de procesos de titularización.

Al abordar temas relacionados con el diagnostico de mercado de valores colombiano, es recurrente concluir que existe un claro déficit en el momento de la oferta de valores y en la diversidad de alternativas existente. Para contrarrestar esta problemática se definió el mecanismo de la titularización, mediante el cual se pueden estructurar emisiones de títulos con una amplia gama de posibilidades, cuyo esquema básico consiste en transferir un bien a una Sociedad Fiduciaria para constituir con él un patrimonio autónomo que será el emisor de los valores.

Para el diseño y estructuración de la titularización en Colombia, se tomaron experiencias de varios países, entre otros Estados Unidos, donde la figura de la

"securitization" se ha desarrollado durante varias décadas con un alto nivel de éxito. Sin embargo, se quería que en este país tuviera una mayor cobertura, puesto que internacionalmente la figura se ha enmarcado principalmente en la titularización de cartera hipotecaria y las posibilidades de estructurar procesos sobre otros activos son relativamente limitadas.

Fue así como se estructuró un esquema regulatorio que abarca una numerosa gama de posibilidades para la titularización, incluyendo en la figura la constitución de procesos generados en activos de cualquier naturaleza, proyectos o flujos de caja futuros, fondos fiduciarios y fondos de valores.

La Ley 35 de 1.993, abrió el camino para incorporar al mercado público de valores colombiano los documentos emitidos en desarrollo de procesos de titularización cuando en su artículo cuarto definió como uno de los aspectos en que el Gobierno puede intervenir en el mercado de valores, estableciendo normas de carácter general para determinar, respecto de los tipos de documentos susceptibles de ser colocados por oferta pública, aquellos que tendrán el carácter y prerrogativas de los títulos valores, sean éstos de contenido crediticio, participación o representativos de mercaderías<sup>139</sup>.

De esa forma se llegó a la reglamentación actual que está consagrada en la Resolución 400 de 1.995 expedida por la Sala General de la Superintendencia de Valores, la cual se constituye en la norma que reúne todos los requisitos y características de los procesos de titularización en Colombia.

Adicionalmente, mediante el decreto 1495 de 1.996, se definió el manejo de los requerimientos de Patrimonio Técnico y provisiones para los establecimientos de crédito originadores de procesos de titularización. Por último, se incorporó en la Circular Externa 100 de 1.995 (Básica Contable y Financiera) expedida por la Superintendencia Bancaria, la metodología aplicable para la valoración de títulos de participación emitidos en desarrollo de procesos de titularización inmobiliaria<sup>140</sup>.

El avance de esta figura en Colombia ha demostrado la bondad del esquema y se ha constituido en un punto de referencia para otros países latinoamericanos<sup>141</sup>.

Un resultado alentador que evidencia el éxito de la titulación en Colombia ha sido el

---

<sup>139</sup> Como antecedentes se puede anotar que el mecanismo de titularización en Colombia lo empezamos a encontrar en 1905, cuando la ley 50 estableció la posibilidad de emitir cédulas y títulos representativos de derecho sobre inmuebles, mecanismos que no tuvo acogida. Posteriormente el decreto 1026 de 1990 esboza en su artículo 3º, relativo a emisiones de bonos por un número plural de entidades vigiladas o por la Superintendencia de Sociedades (emisiones sindicadas) un mecanismo asimilable a lo que en la actualidad es la titularización, el cual no fue utilizado en su época. En esta norma se consagró la posibilidad de que varias entidades conformen un patrimonio autónomo en una entidad fiduciaria para que respalde una emisión de bonos, mediante la entrega de bienes por valor de una vez y media el monto del empréstito y de sus intereses, se avale la totalidad de la emisión y la entidad fiduciaria se haga cargo de la administración de la misma.

<sup>140</sup> Un punto a resaltar respecto a su normativa es que establece como vías jurídicas para operar los procesos de titularización hasta tres mecanismos, Contratos de Fiducia Irrevocables, Fondos Comunes Especiales y Fondos de Valores (estos últimos administrados por sociedades comisionistas de bolsa), lo cual le da mayor flexibilidad en cuanto a la constitución de titularizaciones.

alto interés de Naciones como Perú, Ecuador, Bolivia, en tomar a Colombia como modelo para estructurar la figura en los mercados de valores locales. También el esquema de titulación en Colombia ha llamado la atención de grandes inversionistas norteamericanos que ven en él una interesante alternativa de inversión en mercados emergentes como el de Colombia.

Es indudable que la titulación tendrá un papel importante en los próximos años, tanto por su sofisticación por sus volúmenes de negociación. Es allí donde se encontrara que esta figura contribuirá en buena parte en lograr la tan deseada profundización del mercado público de valores Colombiano.

## **6.2.2.- ESQUEMAS DE TITULIZACION EN LA LEGISLACIÓN COLOMBIANA**

---

Con respecto a los procesos, la legislación colombiana plantea diversos esquemas:

### **6.2.2.1 Titularización de créditos:**

Incluye cualquier tipo de cartera, como flujos de caja generados por activos o bienes titularizables. Hasta la fecha se han autorizado procesos de cartera hipotecaria provenientes de corporaciones de ahorro y vivienda, de carteras de tarjeta de crédito de una entidad bancaria y de cartera comercial de empresas del sector real.

### **6.2.2.2 Titularización Inmobiliaria:**

Este esquema presenta varias variantes u opciones, el primero, que da la posibilidad de conformar el patrimonio autónomo con inmuebles construidos, en los cuales se puede contemplar que los inversionistas que adquieren los títulos emitidos participan en la valorización del inmueble y/o en los ingresos generados por el arrendamiento del mismo, es denominado Titularización de Inmuebles

El segundo, considerado de mas riesgo, esta referido a la titularización de proyectos de construcción.

Tercero, incluye el desarrollo de esquemas de titularización a partir de fondos inmobiliarios, que son fondos comunes especiales destinados a invertir en inmuebles construidos, en proyectos inmobiliarios o en otros títulos emitidos en procesos de titularización inmobiliaria o de cartera hipotecaria, aunque sólo se pueden emitir títulos de participación.

### **6.2.2.3 Titularización de Obras de Infraestructura y Servicios Públicos:**

Se diferenciaron varios esquemas, siendo el primero y básico el de la Titularización para la Financiación de Obras de Infraestructura y Prestación de servicios públicos.

---

<sup>141</sup> "Es importante tener en cuenta que en algunos países de Europa, la figura de titularización es relativamente reciente. Por ejemplo en Inglaterra, Francia y España se creó en la década de los 80's. Lo anterior coloca a Colombia como uno de los países pioneros en la utilización de este mecanismo y, gracias a los resultados positivos del mismo, se ha tomado como punto de referencia para otros países de Latinoamérica", San Miguel Arias, Hector A. *La Titularización en Colombia, Un Nuevo Mundo de Oportunidades Financieras*. Publicado en la Pag.Web. [www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariza.htm](http://www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariza.htm) . 14p. Bogota. 2000.

En este esquema <sup>142</sup>, el proceso se debe estructurar a partir de la existencia de flujos futuros de fondos determinados con base en estadísticas de tres años anteriores o determinables con el apoyo de proyecciones a tres años, a fin de ver la magnitud del posible retorno de la inversión. Sumado a la eventual existencia de garantías otorgadas por el Estado.

Existe también la Titularización para la financiación de obras públicas de infraestructura vial, que además de las anteriores proyecciones del tráfico vehicular, y finalmente la Titularización a partir de fondos de obras de infraestructura y de servicios públicos la cual se refiere a fondos comunes especiales para financiar proyectos de infraestructura y servicios públicos.

En razón de los elevados montos y plazos requeridos en estas obras, es de esperarse que en un principio se encuentren orientados estos procesos de titularización a ser ofrecidos simultáneamente en el mercado nacional y en mercados extranjeros.

### **6.2.2.4 Titularización de Valores:**

Bajo esta categoría se encuentra la posibilidad de estructurar procesos de titularización sobre títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Para la titularización de valores, la normatividad específica que cuando se trate de titularización sobre acciones inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, los títulos emitidos deben ser de participación y no se requieren de mecanismos de cobertura ni exige calificación de los títulos.

En lo relativo a la titularización de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación o por el banco de la república no se presenta exigencia alguna sobre la clase de títulos a emitir y se eximen de mecanismos de garantía y de calificación de títulos <sup>143</sup>.

### **6.2.2.5 Titularización de otros Bienes o Activos:**

Además de contemplar la titularización de documentos de crédito y contratos de leasing, la normatividad vigente deja las puertas abiertas al desarrollo de nuevos esquemas estructurados sobre activos o bienes, al estipular que la Superintendencia de Valores podrá autorizar estos nuevos procesos, previo concepto de su sala general.

De acuerdo a las estructuras mencionadas, se podría afirmar que las posibilidades para el desarrollo y diversificación de la titularización en Colombia están limitadas únicamente a la capacidad creativa del mercado.

## **6.3.- LA TITULIZACIÓN EN ESPAÑA**

<sup>142</sup> Explicación tomada de "La Titularización en Colombia, Una Ventana hacia la Modernización Financiera". SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA. Santa Fe de Bogota 1997.Pag.35

<sup>143</sup> Texto tomado de "La Titularización en Colombia, Una Ventana hacia la Modernización Financiera". SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA. Santa Fe de Bogota 1997.Pag.36

A lo largo de los diez últimos años la flexibilización de la regulación financiera, la mayor institucionalización del ahorro y el avance de la calificación crediticia han impulsado la titulización en España, si bien es a partir de 1998, tras un importante cambio en la regulación de esta actividad, cuando comienza su verdadera expansión. Desde esta fecha hasta octubre de 2002 los saldos de estos valores en circulación se han multiplicado por 14, superando los 34.000 millones de euros, es decir, un 25% del saldo vivo de los mercados de renta fija privada de éste país. A pesar de este desarrollo, los especialistas mencionan que aún existen posibilidades de expansión adicionales.

Pero, además, cabe destacar las posibilidades que ofrece la llamada titulización directa por parte de algunas empresas no financieras, o la de los derechos asociados a la realización de grandes infraestructuras, modalidades que se encuentran ampliamente desarrolladas en otros países, especialmente en los anglosajones.

### 6.3.1.- MARCO REGULATORIO

---

La expansión reciente de la inversión colectiva y de la calificación crediticia, unida a la rápida innovación financiera y a la reciente flexibilización del correspondiente marco regulatorio, han propiciado el desarrollo del proceso de titulización de activos. Así, a diferencia de los métodos tradicionales, esta permite agrupar un conjunto de derechos de cobro de distinto riesgo, rendimiento o plazo (proceso de «empaquetamiento» de créditos) en activos homogéneos con un mismo perfil de plazo, riesgo y rentabilidad. Además, existe la posibilidad de mejorar la calificación de los valores titulizados mediante los apoyos o mejoras crediticias (credit enhancement), como sucede en los demás países.

Atendiendo al tipo de activo, se puede distinguir entre titulización hipotecaria, esto es, cuando el instrumento a titular es un crédito o un préstamo con garantía hipotecaria; o de activos, cuando se trata de otros flujos de ingresos futuros (derechos de cobro de un peaje, de saneamiento de aguas, de consumo eléctrico, de amortizaciones de financiaciones de automóviles, entre otros).

Del mismo modo, dependiendo del grado de cesión, se puede calificar la titulización como «dentro de balance», cuando la entidad cedente u originadora no transfiere el riesgo de crédito del instrumento que se titulariza; o «fuera de balance», que se caracteriza porque el proceso lo realiza una institución independiente (fondo de titulización, en España) que adquiere los activos subyacentes a la entidad cedente y, simultáneamente, emite unos valores negociables también llamados bonos de titulización.

En Europa, contrario a los países anglosajones se desarrolló primero la titulización dentro de balance, probablemente como consecuencia del predominio de sistemas financieros más bancarizados. En España, la titulización surgió por primera vez en 1981 con la posibilidad de movilizar créditos hipotecarios mediante la emisión de bonos, cédulas hipotecarias y participaciones hipotecarias. Las dos primeras opciones pertenecen a la modalidad dentro de balance. En el caso de los bonos hipotecarios, se identifican los préstamos (hipotecarios) que garantizan expresamente su pago, mientras que en el caso de las cédulas hipotecarias, se identifica de forma global una cartera de créditos.

Luego, la participación hipotecaria fue el instrumento que dio origen a la titulización fuera de balance, con la reforma de la ley de 1981 que en el año 1991 estableció que las participaciones que se realizaran por la totalidad del plazo restante hasta el vencimiento del préstamo participado, sin un pacto de recompra y sin que la entidad cedente u originadora garantizara su pago, podían darse de baja del balance. Esto supuso el origen de la titulización (hipotecaria) fuera de balance en nuestro país.

La regulación formal de la titulización fuera de balance (aunque, en un principio, solo hipotecaria) no se inició, no obstante, hasta 1992 mediante la Ley de fondos de titulización hipotecaria conocidos en España con la denominación FTH. Estos fondos son agrupaciones de participaciones hipotecarias que constituyen patrimonios separados y cerrados, carentes de personalidad jurídica, cuya finalidad es transformar las participaciones adquiridas a las entidades de crédito en valores de renta fija homogéneos, estandarizados y susceptibles de negociación en mercados de valores organizados, denominados bonos de titulización hipotecaria (o, en terminología anglosajona, Mortgage-Backed Securities). Por su parte, sus sociedades gestoras son las encargadas de gestionar el proceso de transformación financiera que representa la titulización hipotecaria.

Posteriormente, dos reformas legislativas en 1993 y en 1994 facultaron al Gobierno para que extendiera el régimen previsto en la Ley de 1992, con las adaptaciones oportunas, a la titulización de otros préstamos y derechos de crédito, incluidos los derivados de operaciones de leasing, y los relacionados con las actividades de las pequeñas y medianas empresas. Con estas reformas, se abrió la puerta a la regulación de los primeros fondos de titulización de activos no hipotecarios, en concreto, de los derechos de cobro de la factura eléctrica surgida como consecuencia de la moratoria nuclear.

Más adelante, el legislador decidió ampliar la titulización a todo tipo de activos, regulando unos nuevos fondos que deberían denominarse fondos de titulización de activos (FTA), siéndoles de aplicación el régimen previsto en la Ley de regulación del mercado hipotecario para las participaciones hipotecarias. Complementando esta habilitación, el Gobierno promulgó el RD 926/1998, de 14 mayo, por el que se regulan los fondos de titulización de activos y sus sociedades gestoras, lo que permitió la utilización de este instrumento de financiación para todo tipo de activos y no solo para los créditos hipotecarios, como sucedía hasta entonces.

Este Real Decreto contempló los fondos de titulización de activos como patrimonios separados y carentes de personalidad jurídica pero, a diferencia de lo establecido en la Ley 19/1992 para los fondos de titulización hipotecaria, abrió la posibilidad de que fueran fondos abiertos. Así, se contemplaron fondos cerrados —similares a los fondos de titulización hipotecaria— en los que, a partir del momento de su constitución, no se puede modificar ni su activo ni su pasivo; y fondos abiertos, en los que sí se puede modificar alguno de los aspectos siguientes: el pasivo, cuando esté prevista la emisión sucesiva de valores; el activo, cuando tenga carácter de renovable; o ambos, por estar prevista la incorporación de nuevos activos y, en consecuencia, la emisión de nuevos valores o la concertación de nuevos créditos. (hay mejoras entonces que no serían aplicables para fondos cerrados pero si para los fondos abiertos).

El activo de los fondos de titulización de activos debe estar integrado por los activos financieros y otros derechos que se agrupen, admitiendo tanto la cesión de créditos presentes como la de derechos futuros<sup>144</sup>. Asimismo, se incluyen activos bancarios o empresariales (como cuentas a cobrar, clientes, ingresos por alquileres, etc.). El pasivo está formado por valores de renta fija denominados bonos de titulización de activos (que, al menos, supondrán el 50% del mismo) y por otros dos instrumentos: préstamos concedidos por entidades de crédito y aportaciones de inversores institucionales.

Posteriormente, el legislador decidió ampliar y favorecer la titulización de la financiación empresarial, concretamente de PYMES. Para ello, la Ley 49/1998, de 30 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1999, facultó al Ministerio de Economía y Hacienda para el otorgamiento de avales que garantizaran valores de renta fija emitidos por fondos de titulización de activos, constituidos al amparo de los convenios que suscribiría aquel con sus sociedades gestoras.

Para dar cumplimiento a la citada disposición, la OM<sup>145</sup> de 28 de mayo de 1999 estableció el régimen y contenido de los citados convenios con el objeto de promover la creación de fondos de titulización de activos que, bajo la denominación comercial «FTPyME», podrían beneficiarse del aval del Estado para garantizar los valores de renta fija que emitan. Más adelante, la experiencia acumulada en esta área recomendó introducir ciertas modificaciones en la OM anterior, que se llevaron a efecto recientemente mediante la OM de 28 de diciembre de 2001.

La titulización de activos ha tenido un crecimiento espectacular en los últimos años en España, convirtiéndose en un referente fundamental para el desarrollo de los mercados de renta fija privada. El saldo de activos titulizados ha aumentado hasta alcanzar en la actualidad el volumen de 34.000 millones de euros y este ha sido el segmento del mercado de renta fija privada más activo de los últimos años.

De hecho, a lo largo de 2002, los bonos de titulización han supuesto más del 60% de las emisiones a medio y largo plazo registradas en la CNMV<sup>146</sup> y cerca del 70% de la negociación en este segmento.

Por lo que respecta a la elección de los activos a titular, las preferencias del mercado español parecen haberse decantado por valores de alta calificación crediticia, lo que ha determinado que los activos movilizados hayan sido en primer lugar aquellos que tienen unos menores riesgos originales: las operaciones con garantía hipotecaria. Posteriormente, se han ido incorporando otros activos no hipotecarios de mayor riesgo crediticio como los créditos al consumo, a las PYME, o las cuotas de compra de automóviles.

---

<sup>144</sup> Se incluyen en este apartado: el derecho del concesionario al cobro del peaje de autopistas de acuerdo con el régimen jurídico que le sea aplicable a su concesión, y los restantes derechos de naturaleza análoga que determine el Ministerio de Economía y Hacienda.

<sup>145</sup> Orden Ministerial.

<sup>146</sup> Comisión Nacional del Mercado de Valores

No obstante, y como consecuencia de la reciente normativa y de la maduración del mercado de la titulización, es probable que el resto de activos susceptibles de movilización vayan ganando peso en el futuro.

Pese a todo, el nivel alcanzado por la titulización en España está aún lejos del logrado por otros países europeos (Tiene el 5% de participación en Europa). Otros aspectos que pueden afectar la evolución futura de la titulización son la incorporación de nuevos emisores (y/o activos a titular) y la evolución de los costes de la operación, que pueden condicionar tanto la realización de la misma como la elección y localización de los mercados donde realizarla. La falta tanto de armonización de las normas de emisión a nivel del mercado único financiero europeo como de un tratamiento fiscal homogéneo de quienes intervienen en las distintas fases del proceso puede, sin embargo, lastrar el proceso.

# CAPITULO VII: COMENTARIOS FINALES SOBRE EL PROCESO

## 7.1.- ALGUNAS PRECISIONES

En el mundo, los tiempos en los cuales las personas recurrían exclusivamente a la banca convencional para obtener los fondos necesarios para el desarrollo de sus actividades actuales y futuras resultan ya lejanos. El mayor acceso al crédito no intermediado hace que la competencia por los fondos del público se vuelva tenaz, obligando a los intermediarios financieros a pasar de la condición de meros prestamistas a estructuradores de complejas figuras financieras que buscan maximizar el provecho que puedan obtener sus clientes del dinero recibido, actividad que les permitirá enfrentar la fuerte influencia de la desintermediación financiera.

La Titulización es una innovación financiera, y como tal busca dar mayor eficiencia a los mercados o que estos sean más completos o ajustados a las demandas de los inversores. Partiendo del concepto de sistema financiero en torno a su función de canalizar recursos en espacio y tiempo, la innovación financiera sería la maquinaria que conduce al sistema al objetivo de mejorar la economía real, así el proceso de Titulización tiene una serie de ventajas.

La primera, que otorga un mejor acceso al mercado de valores y financiamiento con mejores tasas de interés; puesto que nuestro mercado de valores es poco profundo por el número y volumen de sus operaciones y porque existen pocas empresas que acceden a él. Los inversionistas son 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).

Ante este panorama, 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 otros valores emitidos por la propia empresa, por lo que se podrán colocar mejor en el mercado. En el futuro esta empresa podrá emitir nuevos valores con mayor facilidad, pues tendrá un historial que la respalda.

Otro de los beneficios que obtienen a través de la titulización de activos es que pueden conseguir financiamientos a través de menores tasas de interés que las que obtendrían en caso de acudir a préstamos de los intermediarios financieros. Lo dicho cobra mayor importancia en un país como el Perú, en el que la diferencia o spread entre las tasas de interés activas y las tasas de interés pasivas, es elevado con relación a términos internacionales.

En cuanto a los plazos, 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. Frente a este panorama, es común que las empresas en el Perú se financien a través de fuentes de corto plazo, lo que produce inestabilidad en la gestión financiera, por las características propias de este mecanismo. Una de las ventajas de una titulización de activos es que se emitirán valores con vencimiento a mediano y largo plazo.

En el Perú se han emitido bonos de titulización con una vigencia que ha fluctuado entre los 2,5 años y 7 años. Unos de los usos posibles de los fondos provenientes de estas fuentes de largo plazo es la de reemplazar deudas de corto plazo para modificar la estructura financiera a una más estable; mediante la mejora del capital de trabajo neto y las razones corrientes y ácida.

Asimismo, la titulización de activos es una mejor fuente de préstamos a corto plazo para financiar inversiones pues habría un mejor calce al financiar necesidades permanentes (inversiones) con fuentes de largo plazo. Sin embargo, habría que tomar en cuenta que la titulización, al ser una deuda, aumentaría el apalancamiento financiero de la empresa, sino existiera el correspondiente aumento del patrimonio mediante utilidades retenidas o nuevos aportes de capital.

Uno de los problemas en cuanto al financiamiento que se tiene en el Perú es la ejecución de las garantías. Aun cuando en teoría es un proceso expeditivo, en la práctica es un proceso por demás lento, debido a problemas inherentes a nuestro Poder Judicial. Además existen casos en los que se utilizan determinadas figuras legales a fin de burlar el cumplimiento de tales garantías. Esto origina, además de una elevada tasa de interés

activa, que los intermediarios financieros castiguen el valor de los inmuebles. Así, en un crédito normal se tasará 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. En la titulización habrá un mejor uso de los activos como colateral.

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. La garantía principal serán los flujos futuros que se generen y la forma y condiciones en que se estructure la titulización. Al ser la garantía del activo una de carácter accesoria, no se exigirá que el valor comercial del inmueble dado en garantía sea tan alto. Incluso se podrá dar en garantía derechos que normalmente no son aceptados por las instituciones financieras, como fue el caso de los bonos de titulización de las tiendas E. Wong e Hipermercados Metro, en los que se constituyeron fideicomisos de usufructo.

Catalogada como un avance tecnológico <sup>147</sup> en la industria financiera, la titulización aún se encuentra en evolución. En diversos países la Titulización ha supuesto el diseño de valores negociables que constituyen innovadores productos financieros en comparación con otras operaciones. Como proceso ha alterado los mecanismos de financiación habitual realizado por las entidades financieras.

La Titulización, ha otorgado una nueva dimensión a la intermediación clásica, segmentando las fases típicas del circuito, y reasignando los riesgos inherentes a la inversión crediticia.

El proceso lo realizan entidades financieras y no financieras, usándolo como fórmula alternativa de financiación cediendo los derechos de crédito que forman parte de su activo. Al financiarse con estas cesiones a fondos o vehículos, estas empresas comerciales o industriales, emisoras de los valores apelan directamente al mercado de capitales por lo que no acuden a los clásicos intermediarios financieros, así, las entidades emisoras, emprendoras de los procesos podrían ser inclusive estados, o como en otros países, Comunidades autónomas o Municipios.

Los inversores institucionales, tendrán mas posibilidades de inversión, reduciéndose el riesgo y las tasas por la gran demanda que tendrían los bonos titulizados.

La rentabilidad y el riesgo de los valores emitidos de la titulización depende de la política de las entidades emisoras y del estado, aunque la estructura de los mercados secundarios o la regulación de las carteras de los inversores institucionales como los fondos de pensiones juegan un rol importante. Hay que recalcar que cuanto mayor sea la liquidez en el mercado secundario mas posibilidades se le brindan al mercado primario. En la medida que se consiga atraer a los ahorradores últimos a los mercados y no tengan que adquirir las emisiones de intermediarios financieros, muchas veces vinculados a la propia emisión, la titulización asegurará su expansión. Por el contrario si las emisiones no consiguen conectar con los inversores, sólo nos quedará una sofisticada técnica de ingeniería financiera que no cumplirá sus verdaderos propósitos y con limitada capacidad

---

<sup>147</sup> J.Rosenthal y J. Ocampo. Citado por Almoguera, Ob. Cit.pp.65.

de crecimiento. Eh ahí el origen de nuestra problemática, pues es claro que en el Perú no ha alcanzado el desarrollo esperado <sup>148</sup>.

En cuanto a las dificultades que atraviesa el proceso menciono algunas.

Los costos fijos inherentes al proceso hacen difícil el acceso de esta fuente de financiamiento para muchas empresas. La complejidad de las transacciones y requerimientos de organización, importa la actuación de un equipo interdisciplinario, lo que acarrea costos y gastos asociados al desarrollo de la estructura. En detalle, tenemos la necesidad de inscribir en los registros públicos el acto constitutivo de la emisión de valores (a diferencia de otras emisiones), el capital mínimo exigido a la Sociedad titulizadora, gastos en garantías, clasificadoras, colocadoras, etc.

En cuanto a la predictibilidad del flujo de caja, los potenciales candidatos están limitados en una economía caracterizada por su inestabilidad. La homogeneidad es también un elemento ajeno a nuestro mercado.

El exceso de liquidez de los bancos y la caída de las tasa de interés con otros factores que afectan la posibilidad de nuevas emisiones.

Las sociedades titulizadoras sólo pueden administrar fideicomisos de titulización, eso limita el incentivo de conformarlas ante un mercado con pocas posibilidades.

## 7.2.- LA TITULIZACIÓN Y SUS POSIBILIDADES

Como se ha indicado, la titulización de activos se presenta como una opción de financiamiento interesante en diferentes campos.

Desde una perspectiva financiera simple, lo que se realiza con la titulización de activos es transformar vencimientos futuros por dinero en el momento que se realiza el proceso de titulización. Así, en este proceso se cambian flujos de dinero que se obtendrán en el futuro, por dinero que los inversionistas entregarán hoy.

En este orden de ideas, se pueden titular todo tipo de flujos futuros, desde alquileres, cuentas por cobrar, bonos soberanos hasta ingresos por las ventas de discos o de entradas de un partido de fútbol.

Ciertamente, el riesgo del proceso de titulización dependerá de la predictibilidad y certidumbre de los flujos y de las garantías que se ofrezcan a los inversionistas. Como es evidente, este nivel de riesgo determinará la tasa de interés de los bonos de titulización.

Pese a su escaso desarrollo, podemos decir que las posibilidades de titulización que se presentan en el Perú son innumerables.

Existen varias propuestas como la de utilizar la titulización en Proyectos de Infraestructura como concesiones viales <sup>149</sup>, Titular los flujos de las carteras de

---

<sup>148</sup> Menciono que en el Perú, salvo la titulización de la deuda soberana del Perú (Bonos Brady PDI) realizada en el año 2000, se han realizado procesos de titulización de activos relacionados a empresas privadas.

privatización del Estado <sup>150</sup>, las reservas minerales <sup>151</sup>, el modelo de titulación para los créditos del Programa Mivivienda propuesto por Jesús Tong y Enrique Díaz <sup>152</sup>, entre otros.

Eso sin mencionar la gran cantidad de proyectos planteados y en ejecución en otros países, existiendo proyectos como el Leasing Habitacional, Titulación Forestal, proyectos de infraestructura vial y servicios públicos, Esquemas para Pequeña y Mediana empresa, para endeudamiento de los flujos futuros de los Municipios, la llamada titulación sintética, entre otros.

La participación del Estado en la promoción del instrumento financiero es ineludible, dado que el impulso necesario ha provenido históricamente desde el mismo, creo que con la intervención del estado, a través de COFIDE por ejemplo, se podría en un futuro financiar proyectos que promuevan la titulación, no sólo hipotecaria.

Dado que en la mayoría de los países un objetivo central de la promoción de la titulación ha sido promover el mercado hipotecario (basta ver sus orígenes), se hace necesario desarrollar algunos aspectos esenciales con respecto a la titulación hipotecaria, cuya realización en el Perú esta en vías de realizarse.

## 7.3.- LA TITULIZACIÓN DE CRÉDITOS HIPOTECARIOS EN EL PERÚ

Previamente, hay que indicar que el Perú tiene un déficit en infraestructura muy grande y la titulación de activos podría tener un rol importante <sup>153</sup>, sin embargo se requiere de un mercado mas desarrollado.

<sup>149</sup> Farro Hoyos, Jose Avelino y Pastor Bedoya Carlos Lizardo. Titulación como Alternativa de Financiamiento en Proyectos de Infraestructura, una aplicación en concesiones viales. Tesis de Grado para Obtener el Título de Magíster en Finanzas, Unidad de Post Grado de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Lima, 2001.

<sup>150</sup> Hoyos Taddey, Ricardo y Miljanovich Colunge, Juan. Estructuración de una Operación de Titulación de los flujos de las carteras de privatización del Estado. Tesis de Grado para Obtener el Título de Magíster en Finanzas, Unidad de Post Grado de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Lima, 2002.

<sup>151</sup> Polanco Martínez, Fiorella. "Titulación de Reservas Minerales: Financiando a la Pequeña y Mediana Minería para promover el desarrollo sostenible", Propuesta Preliminar Para Proyecto Breve. Facultad De Ciencias Jurídicas y Políticas de la Universidad Católica De Santa María, de la Convocatoria a Concurso de investigación ACDI - IDRC 2003 por parte del Consorcio de Investigación Económica y Social. Arequipa, Julio, 2003.

<sup>152</sup> Tong Jesús y Enrique Díaz, Titulación de Activos en el Perú. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Documento de Trabajo N°56, Lima, Perú,2003.

<sup>153</sup> Como en los casos de concesión de autopistas, por ejemplo, la concesión de la autopista México-Toluca a la empresa TRIBASA, financiada con una emisión de "Bursatilización" como es denominado el proceso en México.

En vivienda se cuenta con el éxito del Programa Mivivienda. Una posibilidad interesante e innovadora sería utilizar la titulización de activos, combinada con la figura de una "banca de segundo piso", con el fin de financiar al nivel socioeconómico "C" en el Perú.

La titulización hipotecaria permitiría que las entidades que han estado dirigidas al financiamiento de este segmento (Edipymes, Cajas Municipales, determinados bancos, etc.) puedan tener acceso a un financiamiento de largo plazo, que les permitiría también efectuar colocaciones en el largo plazo, reduciendo de esta forma el riesgo de descalce.

En el Perú, COFIDE es la institución que funciona como banca de segundo piso, ya que facilita fondos a instituciones que efectúan las colocaciones a diferentes personas naturales o jurídicas, incluyendo a las pequeñas y medianas empresas. Incluso se tienen líneas especiales para estas.

De hecho, ya existen iniciativas en cuanto a fideicomisos por parte del Ministerio de Trabajo y Promoción Social del Gobierno Peruano con el fin de crear un fondo de fideicomiso para las pequeñas y microempresas que sería administrado por COFIDE. Por otro lado, se ha constituido el "Fondo de Respaldo para la Pequeña y Mediana Empresa - PYME", por la suma de US\$ 50 millones, destinado a la ejecución de programas de garantías y seguros a favor de las PYMEs.

Apuntando a nuestro tema de interés, existe un gran porcentaje de viviendas comercializables sin vender, este exceso constante de viviendas comercializables ha generado un número de viviendas y departamentos no vendidos cuyo valor se estimaba, a enero de 2002 en 400 millones de dólares.

Los últimos datos del Programa Mivivienda, indican que la situación antes descrita está cambiando debido al crecimiento significativo de los créditos otorgados a través de este programa. El número de los créditos otorgados fue de 6,842 en el año 2003 y el monto de los créditos otorgados fue de \$134,185,000 en el mismo año, observándose una tendencia ascendente con respecto al 2002<sup>154</sup>.

La construcción de viviendas tiene la característica de dinamizar la economía en forma rápida, al crear puestos de trabajo, de manera que ayuda a resolver así dos de los problemas principales del Perú. Se espera que la continuación de la tendencia creciente en el otorgamiento de créditos del Programa Mivivienda<sup>155</sup> ayude al crecimiento del país.

El crédito destinado a la adquisición de viviendas es uno de los flujos futuros que con mayor facilidad pueden ser objetos de titulización, debido a que reúne características que lo hacen idóneo para ello. Además en la mayoría de los casos, el crédito que se obtiene a

---

<sup>154</sup> Datos sacados de la página web [www.mivivienda.com.pe](http://www.mivivienda.com.pe). Al respecto cabe decir que la tendencia este año es mas estable, con el otorgamiento de entre 600 y 800 créditos hipotecarios por mes.

<sup>155</sup> El Fondo Mivivienda es: "Es un fondo creado por el gobierno peruano, para financiar la adquisición y/o construcción de viviendas de interés social (valor no mayor de 35 UITs), mediante el sistema de préstamos hipotecarios también se puede financiar las viviendas que se construyan como consecuencia de la independización de las unidades inmobiliarias ("aires" de un segundo piso), subdivisión de terrenos o la culminación de proyectos de habilitación urbana en ejecución." En <http://www.mivivienda.com.pe/tiuees.html>.

fin de financiar la adquisición de una vivienda es de largo plazo.

Existe de otro lado niveles de morosidad en los créditos hipotecarios menores a los niveles de los demás créditos, ya que ante un problema de incumplimiento se podría ejecutar la hipoteca. Sin perjuicio, de las garantías y/o mejoras que se puedan ofrecer al momento de titularizar este tipo de créditos, lo cierto es que, un historial de un bajo nivel de morosidad es un elemento positivo por considerar en cualquier proceso de titulación de activos <sup>156</sup>.

El fondo proporcionado por el Estado para el programa Mivivienda es de US\$ 600 millones, cuando el fondo se termine, habría que esperar a que se paguen las hipotecas con el fin de liberar los fondos de Mivivienda o el Estado deberá aumentar el aporte al fondo. Pero con la Titulación de los créditos del Programa Mivivienda no se esperaría ninguno de estos dos escenarios; pues se transformarían vencimientos futuros (las hipotecas a siete, diez o quince años) por liquidez inmediata, al venderse bonos de titulación que serían adquiridos por inversionistas privados. Esta liquidez podría ser utilizada a su vez para financiar un mayor número de créditos para vivienda.

Pero lo mencionado está cerca de realizarse, pues el Director Ejecutivo del Programa Mivivienda René Cornejo, se ha pronunciado en el sentido de que los US\$ 600 millones del fondo del programa podrían convertirse en US\$ 2.000 o US\$ 3.000 millones, luego de que los programas de titulación que se efectúen <sup>157</sup>.

Es importante mencionar que, conforme crezca el número de créditos hipotecarios concedidos, será posible emitir bonos de titulación sobre créditos hipotecarios especializados o destinados a sectores específicos de la población; como serían los créditos concedidos a maestros, a personal militar, a personas de determinadas regiones, etc.; o a instituciones especializadas en emisiones primarias y secundarias, como prueba la experiencia de otros países.

El sistema de titulación que se diseñe debería presentar, entre otras, las siguientes características: uniformización de contratos de crédito hipotecario, pues con el fin de poder agrupar paquetes de créditos hipotecarios, es necesario que los contratos a través de los cuales se otorgan los mismos, se uniformicen y tengan condiciones similares, para que se puedan manejar en grupo; estandarización de instituciones legales con el fin de reducir los costos de transacción; así como estudiar maneras de reducir los costos de los procesos de titulación.

Pero la titulación de créditos hipotecarios no tiene por qué limitarse a créditos destinados a la adquisición de viviendas; ya que podría tratarse de créditos destinados a la compra de inmuebles comerciales o tiendas, claro que en el caso del Programa

---

<sup>156</sup> Jesús Tong indica: "Una posibilidad por estudiar sería usar junto a la titulación de estos créditos la figura del fideicomiso, con el fin de que una empresa fiduciaria tenga el dominio fiduciario de los inmuebles hasta que se cumpla el pago del crédito; lo que podría disminuir la morosidad. Sin embargo, habría que tener en cuenta la idiosincrasia de la población, pues probablemente no se sentiría muy a gusto si no se siente "propietaria" de su casa", pag.73. Titulación de Activos en el Perú. Documento de Trabajo N°56. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.

<sup>157</sup> Según información publicada en el diario "El Peruano", Economía, pag. 15. Lima, 9 de noviembre de 2003.

Mivivienda, sus fines ya están definidos.

Finalmente, si bien se cree que existen favorables perspectivas en la titulización de créditos hipotecarios, aún queda pendiente el análisis riguroso de los procesos a implementarse, para que el proceso de titulización que se aplique respete todas las exigencias legales y se consiga el objetivo de potenciar los fondos disponibles.

## CONCLUSIONES

1.- La Titulización de Activos es una gran alternativa como fuente de financiamiento para las empresas con activos ilíquidos o de escasa liquidez.

2.- El Proceso de Titulización tiene un carácter interdisciplinario, pues tiene aspectos económicos, jurídicos e institucionales.

3.- Como cualquier instrumento financiero su puesta en aplicación por parte de una empresa depende de su rentabilidad.

4.- El adecuado manejo del riesgo crediticio en el proceso de titulización con el establecimiento de mejoras crediticias, le otorga grandes ventajas a los títulos emitidos producto de este proceso frente a otros títulos, ya que obtienen mejores calificaciones (AA- a AAA).

5.- La titulización es una forma importante de captar fondos que presenta importantes ventajas al permitir la reestructuración financiera, consiguiendo financiamientos a largo plazo y lograr mejores tasas de interés en comparación de una emisión de bonos corporativos, al ofrecer al mercado valores con mayor demanda por ser más atractivos.

6.- Hoy en día el mercado de capitales prefiere valores representativos de deuda, existiendo una demanda potencial (por parte de las AFP'S en especial), que debe ser aprovechada, por ejemplo, con emisiones de Titulización.

7.- El mercado de valores peruano ha crecido mucho en los últimos años a partir de las reformas realizadas la década pasada, sin embargo el monto aún es pequeño con respecto al PBI, y el monto de las titulaciones mucho menor, pues no representa ni el

10% de las ofertas públicas inscritas.

8.- La titulización es utilizable en diferentes sectores, además del sector vivienda o el financiamiento de empresas. En el Perú podría usarse para financiar obras de infraestructura, servicios públicos, financiamiento de medianas y pequeñas empresas mediante un mecanismo de banca de segundo piso, en ese sentido la participación de COFIDE sería interesante, previo estudio y diseño del sistema a aplicar.

9.- En cuanto al proceso de titulización en otros países, en los tres casos estudiados un objetivo esencial al implementar el marco normativo de estos procesos fue que sirvieran para desarrollar el mercado hipotecario, a través de la llamada titulización hipotecaria, impulsando además otras modalidades de titulización y la posibilidad de titularizar diferentes activos. En Colombia es donde la regulación alcanza una mayor amplitud (denominada allí Titularización), estableciéndose normativamente una serie de estructuras financieras con requisitos establecidos y reglas claras, a fin de establecer marcos que impulsen dichas estructuras financieras, con el objetivo promover el desarrollo del mercado hipotecario y proyectos de infraestructura, dotando el proceso de características propias.

10.- Originado el proceso de titulización de activos en el seno del Mercado Hipotecario Norteamericano, con impulso de agencias estatales en la década del 70, es necesario comprender su potencial para promover el desarrollo del mercado hipotecario, como ha sido hechos en otros países. Colombia, España o Chile.

11.- Es necesaria la intervención del Estado para promover nuevas emisiones bajo esta estructura financiera, además del ingreso de nuevos emisores y normar específicamente la llamada titulización hipotecaria. En ese sentido en nuestro país existe la intención de titularizar los créditos hipotecarios de Mivivienda, lo cual de realizarse, sería un gran impulsor del desarrollo no sólo del Mercado Hipotecario y Mercado de Valores, sino promotor del proceso de titulización al mostrar sus bondades al mercado de capitales, abriendo puertas a nuevas posibilidades.

12.- Hay que analizar sí es posible reducir en alguna medida determinados gastos administrativos y plazos sin que ello afectara negativamente a la seguridad jurídica de los adquirentes finales de estos valores producto de emisiones de titulización.

13.- El desarrollo de la titulización ayuda a dinamizar el mercado primario y secundario de valores, con el consiguiente beneficio para la economía nacional.

# BIBLIOGRAFÍA

## 1. TEXTOS

ACOSTA IPARRAGUIRRE, VICENTE. La Constitución Económica en el Perú y en el Derecho Comparado. Tesis de Grado para Obtener el Título de Doctor en Derecho y Ciencias Políticas, Unidad de Post Grado de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Lima, 2003.

ALMOGUERA GÓMEZ, ÁNGEL. La Titulización Crediticia Editorial Civites S.A. Madrid 1995.

ARIAS-SCHREIBER PEZE, MAX y ARIAS-SCHREIBER PESTE, ANGELA y MURO ROJO, MANUEL. Los Contratos Modernos, Tomo II, Lima, 1996.

CENTRO DE ESTUDIOS DE MERCADO DE CAPITAL Y FINANCIERO. El ABC del Mercado de Capitales, Rolando Castellares Aguilar, Enrique Díaz Ortega, Lilian Rocca Carvajal, Julio Vargas Piña. Universidad San Ignacio de Loyola, Lima, 1998.

CHIRINOS DIAZ, PABLO y ROSALES HUERTAS, ERICK. La Titulización como Mecanismo para reducir el riesgo en un grupo financiero mixto. Tesis de Grado para Obtener el Título de Magíster en Finanzas, Unidad de Post Grado de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Lima, 2001.

- CORTÉZ FRANCISCO; GARCÍA JOAQUÍN Y OTROS. Titulización de Activos, Oportunidades de la Titulización Ante la Nueva Economía, Instituto de Estudios de la Caja Rural de Almería. [www.instituto.cajamar.es/descargas/titulizacion.pdf](http://www.instituto.cajamar.es/descargas/titulizacion.pdf).
- DOMÍNGUEZ, Jorge. El Fideicomiso, Buenos Aires, Ediciones Desalma, 1995.
- EL NUEVO ACUERDO DE CAPITAL DE BASILEA (con índice desarrollado) [www.bis.org/publ/bcbsca03\\_s.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbsca03_s.pdf).
- DE LA FLOR MATOS, MANUEL. El Fideicomiso, Modalidades y Tratamiento Legislativo en el Perú. Pontificia Universidad Católica del Perú, Fondo Editorial, Lima, 1999.
- EDUARDO MARTORELL, ERNESTO y LISOPRAWISKY, SILVIO Tratado de los Contratos de Empresa, Tomo II, Editorial De Palma Bs. As. Argentina 2000
- FARRO HOYOS, JOSE AVELINO y PASTOR BEDOYA CARLOS LIZARDO. Titulización como Alternativa de Financiamiento en Proyectos de Infraestructura, una aplicación en concesiones viales. Tesis de Grado para Obtener el Título de Magíster en Finanzas, Unidad de Post Grado de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Lima, 2001.
- GALVEZ BALLENAS, ANA CECILIA. Titulización de Flujos Futuros. Prokasa. Farminindustria. Tesis de Grado para Obtener el Título de Magíster en Finanzas, Unidad de Post Grado de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Lima, 2001.
- HOYOS TADDEY, RICARDO y MILJANOVICH COLUNGE, JUAN. Estructuración de una Operación de Titulización de los flujos de las carteras de privatización del Estado. Tesis de Grado para Obtener el Título de Magíster en Finanzas, Unidad de Post Grado de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, Lima, 2002.
- FIGUEROA BUSTAMANTE, HERNÁN, Derecho Bancario, Perú, 2000
- LISOPRAWISKY, SILVIO Y KIPER, CLAUDIO. Fideicomiso. Dominio Fiduciario. Securitización, Buenos Aires, Ed. Depalma. 1,995.
- MONTOYA MANFREDI, ULISES Derecho Comercial, Tomo II, Editorial Grijley Perú 1998.
- PAOLANTONIO, MARTÍN G. Fondo Comunes de Inversión. Ed. Depalma. Buenos Aires. 1994.
- PEÑA, GILBERTO. De los títulos valores en general y de la Letra de Cambio en particular, Bogotá, Edit. Themis, 1981 p.53
- POLANCO MARTÍNEZ, FIORELLA. "Titulización de Reservas Minerales: Financiando a la Pequeña y Mediana Minería para promover el desarrollo sostenible", PROPUESTA PRELIMINAR PARA PROYECTO BREVE. Facultad De Ciencias Jurídicas y Políticas de la Universidad Católica De Santa María, de la Convocatoria a Concurso de investigación ACDI - IDRC 2003 por parte del Consorcio de Investigación Económica y Social. Arequipa, Julio, 2003.
- RODRIGO MENÉNDEZ La Titulización de Activos en la Argentina, Facultad de Derecho y Ciencias Sociales de la Universidad de Belgrano, Serie Tesinas de Belgrano N° 67, [www.ub.edu.ar/investigaciones/tesinas/67\\_menendez.pdf](http://www.ub.edu.ar/investigaciones/tesinas/67_menendez.pdf).
- SCHWARCZ, STEVEN. The Alchemy of Asset Securitization En: Stanford Journal of Law, Business and Finance. 1,994.

- 
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES DE LA REPUBLICA DE COLOMBIA. La Titularización en Colombia. Una Ventana hacia la Modernización Financiera. Santa Fe de Bogota 1997.
- TONG JESÚS Y ENRIQUE DIAZ, Titulización de Activos en el Perú. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Documento de Trabajo N°56, Lima, Perú,2003.
- UNION INTERAMERICANA PARA LA VIVIENDA, UNIAPRAVI, Mercados de Capitales y Financiamiento de la Vivienda: La Securitización en Chile, USAID Ediciones, Santiago de Chile, 1996.
- UNION INTERAMERICANA PARA LA VIVIENDA, UNIAPRAVI, Securitización de Carteras Hipotecarias: Iniciativas y Experiencias Latinoamericanas y Extraregionales, USAID Ediciones, Costa Rica, 1996.
- VIDAL, JULIO. Los Procesos de Titulización de Activos. Tesis de Grado para Obtener el Título de Abogado. Facultad de Derecho. Pontificia Universidad Católica del Perú. 1,999.
- VILLEGAS, CARLOS G., Operaciones Bancarias (Tomo II), Editorial Rubinzal, Argentina 1996.

## 2. ARTÍCULOS

- BOFIA GENZSCH, OCTAVIO, La securitización en Chile. Una perspectiva en el décimo aniversario de la introducción de esta novedosa vía de financiamiento en el mercado de capitales chileno. En: Publicación de ENTHEOS, UNIVERSIDAD DE LAS AMERICAS, Chile.137-163.
- CASTRITIUS MENDOZA, PAUL A. La necesaria evolución de la legislación peruana del Mercado de Valores. En: Revista Chátedra UNMSM Noviembre 2001.
- COMISIÓN DE LAS NACIONES UNIDAS PARA EL DERECHO MERCANTIL INTERNACIONAL Financiación Por Cesión De Créditos, Grupo de Trabajo sobre Prácticas Contractuales Internacionales, 31º período de sesiones - Viena, 11 a 22 de octubre de 1999, (Comentario al proyecto de convención sobre la cesión de créditos con fines de financiación (Parte I))
- DENEGRI, MIGUEL. La Titulización de Créditos Hipotecarios. En: Separata con motivo del curso Temas de Derecho Mercantil. 1,996.
- DIAZ ORTEGA, ENRIQUE. Titulización en el Perú: Escasos Logros. Artículo publicado en [www.mcfperu.org/articulos/titulizacionenelperu.pdf](http://www.mcfperu.org/articulos/titulizacionenelperu.pdf), Lima, Agosto, 2004.
- BERASATEGUI, LAUREANO. "Orígenes, beneficios y estructuras de la securitización" En: La expansión del mercado de capitales a través de la securitización. Ed. Comunicarte 1,994. P.21.
- GOMEZ, OSCAR, Comentarios sobre Titularizadora Colombiana, Artículo elaborado el 23 de Septiembre del 2002. Publicado en la Pag.Web. [www.titularizadora.com](http://www.titularizadora.com). 3p.

- Bogota. 2004.
- LAZO, JORGE; DE ROMAÑA, FÁTIMA. “¿Cómo y por qué hacer una Operación de Titulización de Activos?”, Themis 1998 N°37.
- LEYVA SAAVEDRA, JOSÉ. Securitización de Activos, Revista Jurídica del Perú, Año II, N°19
- ONEILL, CECILIA: “Por que realizar una titulación de activos”, Informativo Legal en Política del Estudio Jorge Avendaño V. Abogado. Lima. Feb. 2001.
- SEMANARIO CAPITALES, Una Buena Noticia para el desarrollo del Mercado -comentario a la modificación del Reglamento de la Titulización de Activos. En: Procapitales Año 2, N°101, Semana del 21 al 27 de Mayo del 2004. Procapitales. Lima.2004
- RODRÍGUEZ BRAVO, VIVIANNE, Securitización en Chile, En: Revista Securitización, Santiago de Chile, 2001.
- SANMIGUEL ARIAS, HECTOR A. La Titularización en Colombia, Un Nuevo Mundo de Oportunidades Financieras. Publicado en: la Pag.Web. [www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariza.htm](http://www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariza.htm). 14p. Bogota. 2000.
- SAN MIGUEL, ARMANDO. Titulización de Activos: Experiencia Colombiana. En: Valores, N° 23, Ed. Amistad Editores e Impresores,1,997.p. 24.
- SALINAS, SERGIO. El Financiamiento Empresarial a través de la emisión de valores: Ventajas, Desventajas y Perspectivas. En: Themis N° 34.
- TITULARIZADORA COLOMBIANA. Acerca de la Titularización. Publicado en la Pag.Web. [www.titularizadora.com/latitularizacion.asp](http://www.titularizadora.com/latitularizacion.asp), Bogota,2004.
- TITULARIZADORA COLOMBIANA. La Titularización en América Latina. Publicado en: la Pag.Web. [www.titularizadora.com](http://www.titularizadora.com), (tomado de Moody’s Investors Service, 09 de enero2003) Bogota,2004.
- VIDAL VILLANUEVA, JULIO A. Titulización de Activos y otras alternativas financieras. Publicado en: [www.asesor.com.pe](http://www.asesor.com.pe), Lima. 2001.

### 3. TEXTOS DIGITALES CONSULTADOS

- ALBERTO ALBERDI LARIZGOITIA.: La Financiación de Las Economías Regionales en La Unión Monetaria, Vitoria-Gasteiz, 16 de julio de 1999, [www.economiavasca.net/Alberto%20Alberdi/FINANREGIO.pdf](http://www.economiavasca.net/Alberto%20Alberdi/FINANREGIO.pdf)
- ALLAN RODRÍGUEZ AGUILAR “El Mercado de Capitales en Perú Después de la Reforma Económica”, En: [www.incae.ac.cr/EN/clacds/investigacion/pdf/cen111.pdf](http://www.incae.ac.cr/EN/clacds/investigacion/pdf/cen111.pdf)
- ANÁLISIS DE RIESGO - FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO, Patrimonio en Fideicomiso Edificios San Isidro Flujos Futuros / Perú, En: [www.aai.com.pe/class/Credititulos.PDF](http://www.aai.com.pe/class/Credititulos.PDF)
- ANTONIO PANCORBO DE RATO “Basilea II: Las Nuevas Normas Internacionales de

- Solvencia”, Revista ICE Sistema Financiero: Novedades y Tendencias, Agosto-Septiembre 2002 - Número 801, En: [www.mcx.es/polcomer/estudios/Documen/ice/801/ICE8010301.PDF](http://www.mcx.es/polcomer/estudios/Documen/ice/801/ICE8010301.PDF)
- ASOCIACIÓN HIPOTECARIA ESPAÑOLA, “Visión General Del Mercado Hipotecario”, Foro USA/ESPAÑA Sobre Financiación de La Vivienda y El Transporte, Washington, 18 de noviembre de 2002, Asociación Hipotecaria Española, [www.ahe.es/web\\_PROFESIONALES/P\\_informes/foro\\_USA02%20ES.PDF](http://www.ahe.es/web_PROFESIONALES/P_informes/foro_USA02%20ES.PDF)
- CEMLA - CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS, “Sistemas de Compensación y Liquidación de Pagos y Valores en Perú”, 1998.
- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES, “El Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea”, Emitido para consulta hasta el 31 de mayo de 2001, En: [www.asbaweb.org/documentos/Nuevo\\_acuerdo\\_capital.pdf](http://www.asbaweb.org/documentos/Nuevo_acuerdo_capital.pdf)
- COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA DOCUMENTO CONSULTIVO, Visión General del Nuevo Acuerdo de Capital de Basilea, Emitido para consulta hasta el 31 de mayo de 2001, En: [www.bis.org/publ/bcbsca02\\_s.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbsca02_s.pdf)
- DIARIO EL MUNDO, “La Titulización en Auge”, Edición del Domingo 21 de abril de 2002 Número 124, [www.el/mundo.es/nuevaeconomia/2002/124/pdf/pag11a.pdf](http://www.el/mundo.es/nuevaeconomia/2002/124/pdf/pag11a.pdf)
- DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA, “Instrumentos de Financiación para la PYME”, Enero 2000, Madrid, Enero de 2000. Ministerio de Economía. En: [www.mef.gob.pe/misc/Consulta\\_Ciudadana/AnexoF1.pdf](http://www.mef.gob.pe/misc/Consulta_Ciudadana/AnexoF1.pdf)
- DOCUMENTO DEL MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS “Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores”, En: [www.mef.gob.pe/misc/Consulta\\_Ciudadana/Documento\\_Mercado\\_de\\_Valores.pdf](http://www.mef.gob.pe/misc/Consulta_Ciudadana/Documento_Mercado_de_Valores.pdf)
- DOCUMENTO DE TRABAJO DE LOS SERVICIOS DE LA COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, “El Acceso de las Empresas a la Financiación”, Bruselas, 19.10.2001, SEC(2001) 1667, En: [http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/sec\\_2001\\_1667\\_es.pdf](http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/financing/docs/sec_2001_1667_es.pdf).
- “EL SECTOR FINANCIERO ANTE LA LEY REGULADORA DE LAS CONCESIONES DE OBRA PÚBLICA”, Primeras reflexiones, Revista de Obras Públicas/Extraordinario Octubre 2002/Nº 3.425, [www.foroinfra.com/nuevos\\_pdf/155-158%20-%2018.pdf](http://www.foroinfra.com/nuevos_pdf/155-158%20-%2018.pdf).
- “EMISORES DE TÍTULOS HIPOTECARIOS” [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/ucits/docs/spain3\\_es.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/ucits/docs/spain3_es.pdf)
- EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. “Bonos de Titulización Estructurados Soberanos Rendimiento- Euro” Continental Sociedad Titulizadora S.A., En: [www.equilibrium.com.pe/Contisob.pdf](http://www.equilibrium.com.pe/Contisob.pdf)
- EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A., Internacional de Titulos Sociedad Titulizadora S.A. Patrim. en Fideicomiso D.L. 861 QUIMPAC Primera Emisión - Bonos de Titulizacion QUIMPAC “, Lima, Perú 28 de mayo de 2003, En: [www.equilibrium.com.pe/Quimpac.pdf](http://www.equilibrium.com.pe/Quimpac.pdf)
- FERNANDO BAUTISTA SAGUÉS, “Titulización de Activos”, Cuarto Curso de Regulación y Supervisión de Mercados Financieros Iberoamericanos, Madrid, 30 de Mayo 2002, Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores

- FORECAST SEMANARIO BURSÁTIL, “Curso Práctico de Bolsa”,  
[www.joramon.com/revista/articulo/curso.pdf](http://www.joramon.com/revista/articulo/curso.pdf)
- GUÍA INFORMATIVA DE LOS PRODUCTOS DE RENTA FIJA, Qué debe saber de...,  
En: [www.bolsabilbao.es/bolsa/es/html/guiaRF.pdf](http://www.bolsabilbao.es/bolsa/es/html/guiaRF.pdf)
- INFORME APOYO Y ASOCIADOS ( ASOCIADOS A FITCH RATINGS), Industrial /  
Perú Quimpac S.A., Programa de Papeles Comerciales, En:  
[www.aai.com.pe/class/QUIMPAC%20Papeles%20Comerciales2.pdf](http://www.aai.com.pe/class/QUIMPAC%20Papeles%20Comerciales2.pdf)
- JOSÉ ANTONIO REDONDO LÓPEZ, MARÍA CELIA LÓPEZ PENABAD. : “El Mercado  
de Crédito Hipotecario en la Unión Europea”, Revista Galega de Economía, vol. 10,  
núm. 1 (2001), pp. 1-12, En:  
<http://El%20Mercado%20de%20Cr%E9dito%20Hipotecario.pdf>
- JOSÉ BAQUERO LÓPEZ, PEDRO CARVAJAL MOLINA Y SUSANA BLANCO GARCÍA  
“Modelización del Fenómeno de la Titulización sobre la Partida de un Balance de una  
Entidad Crediticia”, [www.uc3m.es/uc3m/dpto/ECO/finanzas8/bla43.pdf](http://www.uc3m.es/uc3m/dpto/ECO/finanzas8/bla43.pdf).
- JOSÉ LUIS BONIFAZ, ROBERTO URRUNAGA Y JESSICA VÁSQUEZ,  
Financiamiento de la infraestructura en el Perú: concesión de carreteras. Lima,  
Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 2001. – (Documento de  
Trabajo N°37), [www.up.edu.pe/ciup/data%5C98-13%5CDoc37-Pri-Cap1.pdf](http://www.up.edu.pe/ciup/data%5C98-13%5CDoc37-Pri-Cap1.pdf),  
[www.up.edu.pe/ciup/data%5C98-13%5CDT37-Cap2-3.pdf](http://www.up.edu.pe/ciup/data%5C98-13%5CDT37-Cap2-3.pdf)
- MARÍA CELIA LÓPEZ PENABAD “El Sistema de Financiación a la Vivienda en la Unión  
Europea. Perspectivas de Convergencia”, Departamento de Economía Financiera y  
Contabilidad de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la  
Universidad de Santiago de Compostela, Revista Galega de Economía, vol. 9, núm.  
2 (2000), pp. 1-5, En: <http://Tesis%20de%20Doctorado%20y%20Tesis%20de%20Licenciatura.pdf>.
- MINISTERIO DE ECONOMÍA Y FINANZAS, Resultado de la Consulta Ciudadana –  
“Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores”, Lima, 23 de mayo del  
2001 – Diario El Peruano– Ministerio de Economía y Finanzas.  
[www.mef.gob.pe/misc/Consulta\\_Ciudadana/Documento\\_Mercado\\_ValoresCF.pdf](http://www.mef.gob.pe/misc/Consulta_Ciudadana/Documento_Mercado_ValoresCF.pdf)
- “SITUACIÓN Y EXPECTATIVAS DEL MERCADO HIPOTECARIO ARGENTINO Y  
ESPAÑOL”, [www.atasa.com/doc/cohispania2.pdf](http://www.atasa.com/doc/cohispania2.pdf)
- SUSANA BLANCO GARCÍA Y PEDRO CARVAJAL MOLINA “Evolución del Proceso de  
Titulización en España”, En: [www.ucm.es/BUCM/cee/doc/01-11/0111.pdf.pdf](http://www.ucm.es/BUCM/cee/doc/01-11/0111.pdf.pdf).
- “Titulización de Bonos de Catástrofe y Riesgo Moral”,  
[www.uv.es/asepuma/jornadas/madrid/F47C.pdf](http://www.uv.es/asepuma/jornadas/madrid/F47C.pdf)
- REVISTA FINANZAS Y DESARROLLO, “Titulización de Derechos de Crédito Futuros”,  
Revista Finanzas y Desarrollo, Marzo del 2001, Volumen 38 N°01,  
[www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2001/03/pdf/ketkar.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/spa/2001/03/pdf/ketkar.pdf)
- REVISTA DE OBRAS PÚBLICAS “Titulización de Los Derechos de Uso de Las  
Infraestructuras”, REVISTA DE OBRAS PÚBLICAS/EXTRAORDINARIO OCTUBRE  
2002/Nº 3.425, [www.foroinfra.com/nuevos\\_pdf/107-112%20-%2012.pdf](http://www.foroinfra.com/nuevos_pdf/107-112%20-%2012.pdf)
- “TIPOS DE FINANCIACIÓN”, [www.webdelcapital.com/servicios/manuales/wctfinan.pdf](http://www.webdelcapital.com/servicios/manuales/wctfinan.pdf)
- Nota: Algunos textos no hacen referencia al texto original o fuente, por lo que sólo se

---

menciona su ubicación en la Web, o en su defecto sólo su título.

## 4. NORMAS LEGALES

Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Supremo N° 093-2002-EF.

Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley 26702.

Ley General de Sociedades, Ley 26887

Ley de Títulos Valores, Ley 27287.

Reglamento de Agentes de Intermediación, Resolución CONASEV N° 843-97-EF-94.10

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

Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, Resolución CONASEV N° 074-98-EF-94.10

Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios Resolución CONASEV N° 141-98-EF-94.10.