
Jesús Tong y Enrique Díaz

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ



UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO
CENTRO DE INVESTIGACIÓN

© Universidad del Pacífico
Centro de Investigación
Avenida Salaverry 2020
Lima 11, Perú

Titulización de activos en el Perú

Jesús Tong

Enrique Díaz

1a. edición: agosto 2003

Diseño: Ícono Comunicadores

I.S.B.N.: 9972-57-024-X

Hecho el depósito legal N° 1501162003-2757

El presente estudio fue realizado con la colaboración de Raúl Ramos.

BUP-CENDI

Tong, Jesús

Titulización de activos en el Perú / Jesús Tong y Enrique Díaz. -- Lima : Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 2003. -- (Documento de Trabajo ; 56)

/ACTIVOS/TÍTULOS/INVERSIONES/MERCADO FINANCIERO/DERECHO DE PROPIEDAD/EMPRESAS/
FINANCIAMIENTO/PERÚ/

336.763 (CDU)

Miembro de la Asociación Peruana de Editoriales Universitarias y de Escuelas Superiores (APESU) y miembro de la Asociación de Editoriales Universitarias de América Latina y el Caribe (EULAC).

El Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico no se solidariza necesariamente con el contenido de los trabajos que publica. Prohibida la reproducción total o parcial de este documento por cualquier medio sin permiso de la Universidad del Pacífico.

Derechos reservados conforme a Ley.



Índice

Introducción	7
1. El proceso de titulización de activos	11
1.1 Un acercamiento a la titulización de activos	15
1.2 Aspectos tributarios de la titulización	15
1.3 Nuevos conceptos de garantías y el potencial de la titulización de activos	20
2. Análisis de los procesos de titulización en el Perú	23
2.1 Los procesos de titulización en el Perú	23
2.2 Ferreyros S.A.A.	29
2.2.1 Descripción de la empresa	29
2.2.2 Razones de la titulización	29
2.2.3 Proceso de titulización	30
2.2.4 Resultados de la titulización de activos	34
2.3 Creditítulos S.A.	36
2.3.1 Descripción de la empresa	36
2.3.2 Razones de la titulización	36
2.3.3 Proceso de titulización	36
2.3.4 Resultados de la titulización de activos	39
2.4 Alicorp S.A.A.	39
2.4.1 Descripción de la empresa	39
2.4.2 Razones de la titulización	40
2.4.3 Proceso de titulización	42
2.4.4 Resultados de la titulización de activos	44



2.5	Química del Pacífico S.A. – Quimpac S.A.	45
2.5.1	Descripción de la empresa	45
2.5.2	Razones de la titulización	46
2.5.3	Proceso de titulización	48
2.5.4	Resultados de la titulización de activos	51
2.6	E. Wong S.A. e Hipermercados Metro S.A.	53
2.6.1	Descripción de la empresa	53
2.6.2	Razones de la titulización	55
2.6.3	Proceso de titulización	57
2.6.4	Resultados de la titulización de activos	60
2.7	Beneficios y características propias de la titulización de activos como fuente de financiamiento en el Perú	62
2.7.1	Mejor acceso al mercado de valores y financiamiento con mejores tasas de interés	62
2.7.2	Acceso al financiamiento de largo plazo	64
2.7.3	Una peculiaridad importante: El financiamiento a través de activos futuros	65
2.7.4	Mejor uso de los activos	65
2.7.5	Necesidad de mostrar información de las empresas	66
3.	Perspectivas de desarrollo de la titulización en el Perú	67
3.1	Perspectivas generales	67
3.2	La titulización de créditos hipotecarios para la vivienda en el Perú ...	70
3.2.1	Situación de la vivienda en el Perú	70
3.2.2	Propuesta de titulización de créditos hipotecarios	73
4.	Conclusiones y recomendaciones	81



Anexos

1. Balance general del Fondo de Pensiones	85
2. Entrevistas realizadas	86
2.1 Jorge de los Heros Banco de Crédito- Mercado de Capitales	86
Andrés Milla Banco de Crédito Finanzas Corporativas	86
2.2. M. García de Fabbri Ferreyros S.A.A.	90
2.3 José Peschiera R. Credititulos Sociedad Titulizadora S.A.	94
César Moreno Q. Credititulos Sociedad Titulizadora S.A.	94
2.4 Renzo Barbieri Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.	98
2.5 Paul Castritius Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - Conasev	101
2.6 Ramesh Agrawal Ernst & Young S.R.L.	105
2.7 Guicela Melgarejo PCR Pacific Credit Rating (Duff & Pheps)	108
2.8 Esteban Viton Química del Pacífico	112
2.9 Johanna Izquierdo Apoyo y Asociados Int. S.A.C.	115
3. Estados Financieros de las empresas analizadas	119
3.1 Ferreyros S.A.A.	119
3.2 Alicorp S.A.A.	121
3.3 Quimpac S.A.	123
3.4 Empresas del Grupo Wong	125
4. Glosario de Términos	127
5. Referencias	131



Índice de Cuadros

2.1	Características de las titulaciones de activos de empresas privadas realizadas en el Perú	25
2.2	Bonos de titulización inscritos del sector privado en comparación con otras ofertas públicas primarias inscritas	27
2.3	Análisis de capital de trabajo 1997-2001 en Ferreyros S.A.A.	35
2.4	Análisis de endeudamiento 1997-2001 en Ferreyros S.A.A.	35
2.5	Análisis de capital de trabajo 1997-2000 en Alicorp S.A.	40
2.6	Análisis de endeudamiento 1997-2000 en Alicorp S.A.	41
2.7	Análisis de capital de trabajo 2000-2001 en Alicorp S.A.	44
2.8	Análisis de endeudamiento 2000-2001 en Alicorp S.A.	45
2.9	Análisis de capital de trabajo 1997-1999 en Quimpac S.A.	47
2.10	Análisis de endeudamiento 1997-1999 en Quimpac S.A.	48
2.11	Análisis de capital de trabajo 1999-2001 en Quimpac S.A.	51
2.12	Análisis de endeudamiento 1999-2001 en Quimpac S.A.	52
2.13	Evolución del número de tiendas Wong	54
2.14	Análisis de capital de trabajo 1997-2000 en Wong	55
2.15	Análisis de endeudamiento 1997-2000 en Wong	56
2.16.	Análisis de capital de trabajo 2000-2001 en Wong	61
2.17	Análisis de endeudamiento 2000-2001 en Wong	61
3.1	Flujo anual de viviendas en Lima Metropolitana	70



Índice de Figuras

1.1	Esquema de titulización en la modalidad de fideicomiso de titulización	11
1.2	Esquema de titulización en la modalidad de constitución de una sociedad de propósito especial	17
2.1	Ofertas públicas inscritas en el Perú. Período 1983-2000	23
2.2	Oferta pública primaria en la región con relación al PBI	24
2.3	Comparación de flujos netos de valores representativos de deuda frente a valores representativos de capital en el Perú	26
2.4	Oferta frente a demanda potencial de bonos de principales inversionistas institucionales	28
2.5	Esquema del flujo de cuentas por cobrar y efectivo con la opción de titulización	30
2.6	Diagrama de la titulización de activos en Ferreyros S.A.A.	32
2.7	Esquema de titulización de activos de Creditítulos S.A.	37
2.8	Estructura de la titulización de activos de Alicorp S.A.	43
2.9	Esquema de titulización de activos de Quimpac S.A.	49
2.10	Estructura de titulización de activos de Wong & Metro S.A.	58
2.11	Estructura del bono de titulización de Wong & Metro S.A.	59
2.12	Comparación de tasas de interés activas y pasivas del mercado frente a tasas conseguidas en los procesos de titulizaciones	63
3.1	Créditos hipotecarios otorgados desde el año 1999 al 2002 (montos por año)	71
3.2	Créditos hipotecarios otorgados desde el año 1999 al 2002 (préstamos por año)	72
3.3	Créditos hipotecarios otorgados desde el año 1999 al 2002 (montos por mes / año)	72
3.4	Funcionamiento del Programa Mivivienda	74
3.5	Esquema propuesto de titulización de activos de los créditos del Programa Mivivienda	76



especializadas en el tema, que han participado desde distintos puntos de vista, en las titulizaciones efectuadas.

El presente informe se ha estructurado en la forma siguiente:

En el primer capítulo se presenta una descripción del proceso de titulización, sus actores y sus características. Se analiza las implicancias tributarias y se presenta un aspecto particularmente novedoso: la titulización de flujos futuros de efectivo.

En el capítulo dos se realiza el análisis de los procesos de titulización en el Perú. En el punto 2.1 se presenta una visión de los procesos realizados, se hace una comparación con los países vecinos y se da una idea del potencial de la demanda no cubierta de las necesidades de colocación de los inversionistas institucionales.

En los acápites 2.2 al 2.6 se estudian las titulizaciones realizadas por Ferreyros S.A.A., Credititulos Sociedad Titulizadora S.A., Alicorp S.A.A., Química del Pacífico S.A. – Quimpac S.A. y E. Wong e Hipermarcados Metro S.A. En cada caso se realiza una descripción de la empresa y se estudia las razones, el proceso y los resultados de la titulización de activos efectuada. Se cierra el capítulo con un análisis, a manera de generalización de los beneficios y características de la titulización como fuente de financiamiento en el Perú.

En el capítulo tres se ofrece una apreciación general de las perspectivas de la titulización y se presenta un esquema que podría aplicarse para la titulización de activos del Programa Mivivienda.

Por último, en el capítulo cuatro se presenta las conclusiones y recomendaciones del trabajo.

Los autores desean agradecer de manera especial a las siguientes personas entrevistadas por los conocimientos y experiencia que nos transmitieron:

- | | |
|----------------------------|--|
| - Esteban Viton Ramírez | Química del Pacífico – Quimpac S.A. |
| - Mariela García de Fabbri | Ferreyros S.A.A. |
| - Johanna Izquierdo | Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. |
| - Ramesh Agrawal | Ernst & Young S.R.L. |
| - Guicela Melgarejo | Duff & Phelps |
| - Jorge de los Heros | Banco de Crédito – Mercado de Capitales |



- Andrés Milla Banco de Crédito – Finanzas Corporativas
- José Peschiera y César Moreno Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A.
- Renzo Barbieri Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.
- Paúl Castritius Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - Conasev

De igual forma, también agradecemos a Maritza Toledano y Américo Vidalón de la Bolsa de Valores de Lima por el apoyo y la información brindada.

Por último, agradecemos a Raúl Ramos, Vanesa Granda, Gustavo Espinoza y Antonio Santander por el apoyo proporcionado en la elaboración de esta investigación.



1. El proceso de titulización de activos¹

1.1 Un acercamiento a la titulización de activos

La Ley de Mercado de Valores define a la titulización como “el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio” que comprende “la transferencia” de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores”. Por otro lado, la misma ley señala que, para los procesos de titulización, se entenderá por activos a “los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos” (Art 291 y 292 de la Ley del Mercado de Valores -Texto Único Ordenado D.S. 093-2002-EF-). Ahora bien, para la constitución de patrimonios de propósito exclusivo, en el Perú existen dos posibilidades²: el fideicomiso de titulización y las sociedades de propósito especial.

Por el fideicomiso de titulización 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. Por tanto, el esquema básico es el que se puede apreciar en la figura 1.1.

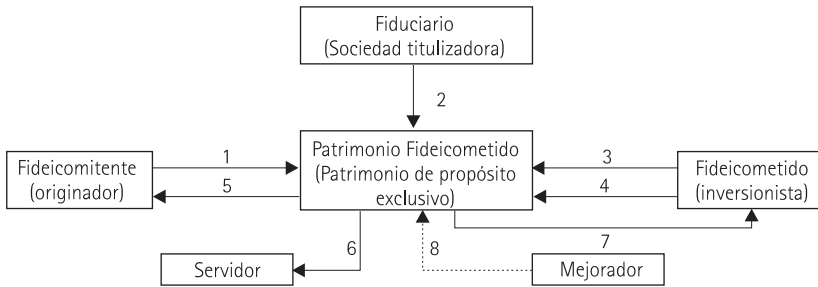
1. El contenido del presente capítulo ha sido, en gran parte, extraído y resumido de Díaz Tong, Enrique (2002: 351).

2. El inciso c) del artículo 294 de la Ley del Mercado de Valores abre la posibilidad a otras modalidades. “La Titulización puede ser desarrollada a partir de los siguientes patrimonios de propósito exclusivo: (...)

c) Otros que resultan idóneos, según establezca CONASEV, mediante dispositivos de carácter general”.

Figura 1.1

Esquema de titulización en la modalidad de fideicomiso de titulización



Elaboración propia

El fideicomitente (originador) transferirá parte de sus activos a fin de constituir un patrimonio en fideicomiso (flecha 1) que estará sujeto al dominio del fiduciario (flecha 2). Contra este patrimonio se emitirán valores que se entregarán a los fideicomisarios (flecha 3), quienes entregarán dinero en efectivo (flecha 4) y este se dará al fideicomitente (flecha 5), habiéndose pagado con anticipación los honorarios del fiduciario. Luego, el servidor “quien ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes” (Art. 292 de la Ley de Mercado de Valores) del patrimonio en fideicomiso, transferirá el dinero cobrado al patrimonio fideicometido (flecha 6) y con él se pagará a los fideicomisarios (inversionistas), según los términos en virtud a los cuales se emitieron los valores (flecha 7). 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 adeuda³. Por último, podrá existir un mejorador (flecha 8) con el fin de otorgar garantías adicionales que hagan más 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 estas sociedades está conformado esencialmente por activos crediticios. Su objeto social se limita

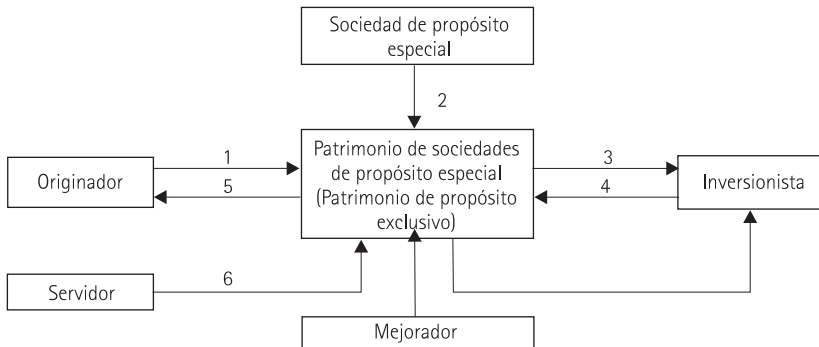
3. En el Perú, las normas pertinentes no establecen una consecuencia específica ante el caso del incumplimiento en el pago de un determinado número de cuotas. Sin embargo, de las ocho titulaciones de activos realizadas a la fecha, respecto de patrimonios de empresas privadas, en siete de ellas se estipulan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



a la adquisición de los mismos y a la emisión y pago de los valores mobiliarios respaldados por estos activos crediticios. El proceso de titulización se muestra en la figura 1.2.

Figura 1.2

Esquema de titulización en la modalidad de constitución de una sociedad de propósito especial



Elaboración propia

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

1.2 Aspectos tributarios de la titulización

Desde el punto de vista de los inversionistas, tanto los intereses que obtenga quien ha recibido bonos provenientes de un proceso de titulización de activos, como las ganancias de capital provenientes de la redención o rescate de valores mobiliarios, se encuentran exonerados del Impuesto a la Renta⁴. Respecto al

4. 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 de diciembre de 2006. Es necesario señalar que el D. Leg. 774, publicado el 31 de diciembre de 1993, instituyó esta exoneración hasta el 31 de diciembre de 2000 y, desde esta fecha, la misma se ha venido prorrogando.



Impuesto General a las Ventas (IGV) y al Impuesto de Promoción Municipal (IPM), los intereses que se generen por estos bonos están exonerados⁵.

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 o 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 fideicomiso⁶. Tampoco están afectas al Impuesto a la Renta los resultados de ambas transferencias (para la constitución del patrimonio y para la extinción del mismo), conforme a la modificación de la Ley de Impuesto a la Renta, introducida por la Ley 27804⁷.

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 o 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 transferencias tampoco estarían afectas, toda vez que subsiste la misma lógica de transferencia y posterior retorno al originador. Por ejemplo:

- Si un originador “X” transfiere un inmueble, que tiene un valor en libros de S/. 2 millones, por la suma de S/. 3 millones para la constitución del patrimonio fideicometido “Y”, estableciéndose que a la extinción del mismo el inmueble retornará a su propiedad, los resultados de esta transferencia no estarían afectos al Impuesto a la Renta.

5. Estos intereses se consideran exonerados del IGV hasta el 31 de diciembre de 2003, tal como lo establece el artículo 7 del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas (IGV) e Impuesto Selectivo al Consumo (ISC), D.S. 055-99-EF, que nos remite al numeral 7 del apéndice II.

6. El artículo 5 inciso 19 literal a) del Reglamento de la Ley de IGV e ISC, D.S. 29-94-EF, incorporado por el artículo 3 del D.S. 024-2000-EF.

7. 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», conforme a lo establecido en el tercer párrafo del artículo 14-A del Texto Único Ordenado de la Ley de Impuesto a la Renta, incorporado por el artículo 3 de la Ley 27804, publicada el 2 de agosto de 2002, vigente a partir del 1 de enero de 2003.



- Si después el originador “X” decide ampliar el patrimonio fideicometido con la transferencia de otro inmueble, que tenía un valor en libros de S/. 1 millón, a un valor de S/. 2 millones, estableciendo que este bien también retornará a su patrimonio al extinguirse el patrimonio fideicometido “Y”; los resultados de esta nueva transferencia tampoco deberían estar afectos al Impuesto a la Renta.

Por lo expuesto, las disposiciones de la Ley de 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 deberían 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 devenguen⁸.

A partir del año 2003, el patrimonio fideicometido no es contribuyente para efectos del Impuesto a la Renta⁹; no obstante, debe considerar en su activo el valor de los bienes o derecho 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 categoría¹⁰.

De otro lado, el Impuesto de Alcabala grava “las transferencias de inmuebles urbanos y rústicos a título oneroso o gratuito, cualquiera sea su forma o moda-

8. Tal como lo establece el artículo 9 del Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo, incorporado por el artículo 7 de la Ley 27039 y el artículo 5 inciso 19 literal b) del Reglamento de la Ley de IGV e ISC, incorporado por el artículo 3 del D.S. 024-2000-EF.

9. La primera Disposición Transitoria y Final de la Ley 27804, derogó el inciso j) del artículo 14 del Texto Único Ordenado de la Ley de Impuesto a la Renta, que consideró como contribuyentes del Impuesto a la Renta a los patrimonios fideicometidos de sociedades tituladoras. A su vez el artículo 5 literal f) del Reglamento de la Ley de Impuesto a la Renta, incorporado por el artículo 3 del D.S. 017-2003-EF, publicado el 13 de febrero de 2003, precisa que “las utilidades, rentas o ganancias de capital” serán de cargo del fideicomisario (inversionista) o del fideicomitente, si esto se estipula en el acto constitutivo. Además, precisa que “el fiduciario será responsable solidario del pago del Impuesto”. Es importante mencionar que, en este caso, es el reglamento y no la ley, la norma que precisa la responsabilidad solidaria.

10. Creado por la Quinta Disposición Transitoria y Final de la Ley 27804, vigente a partir del 1 de enero de 2003. Cabe señalar que excepcionalmente para el ejercicio 2003, se establece la posibilidad de reducir hasta en 30% el monto del anticipo adicional para los contribuyentes cuyo total de activos netos no supere 4838 UIT. Conforme a lo establecido en la Ley 27898 publicada el 30 de diciembre de 2002.



alidad” (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 de 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.

Opinamos 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 está redactada la norma, se desincentiva la titulización de bienes inmuebles, pues en estos casos sería más conveniente utilizar los mismos como colaterales de un crédito. 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.

1.3 Nuevos conceptos de garantías y el potencial de la titulización de activos

Comparemos ahora los casos mencionados con los que se presentan cuando se titulan flujos futuros. Si la empresa tiene ingresos constantes por determinadas actividades o a través de determinados medios, podría utilizar estos flujos para que sean titulizados y de esta forma obtener financiamiento. Sin embargo, no se compromete ningún activo existente actualmente en el balance¹¹. Por otro lado, con el fin de hacer atractiva la titulización se tienen que titular ciertos montos mínimos, por lo que los flujos futuros que se comprometen corresponderán a varios años.

En el Perú, en los tres casos de titulización de flujos futuros, los períodos de estos han fluctuado entre los cinco y siete años. Es difícil que una empresa tenga en

11. Debe tenerse en cuenta que cuando se transfieren derechos absolutos sobre los activos en la titulización se puede hablar de una operación fuera de balance. Si existiera garantía, transferencia parcial de derechos, restricciones a la transferencia de pérdidas o cláusulas de responsabilidad de parte del originador, las normas contables impedirían la separación del balance. Incluso, si se tratase de bienes de generación futura, se establece que es una obligación del originador el generar esos bienes, por lo que se registrará dicha obligación en su pasivo.



sus almacenes los insumos o la mercadería de las ventas que va a realizar dentro de estos años.

Por lo expuesto, parecería que siempre será más conveniente titular flujos futuros; empero, esto no es tan fácil. Un requisito fundamental para la titularización de flujos futuros es que la empresa demuestre una real capacidad generadora de valor, que haga presumir que podrá seguir generándolo en el futuro. Así, el originador deberá demostrar que en el pasado ha generado una cantidad de flujos semejante o mayor a la de los flujos que pretende titularizar y efectuar un análisis de los flujos esperados a partir del patrimonio fideicometido¹².

Sin embargo, ello por sí solo no asegura que la empresa pueda seguir generando estos flujos. Por lo tanto, el mensaje que debe dar el originador a los inversionistas es que va a poder seguir generando flujos suficientes en el futuro y que, en general, va a mantener una capacidad de generar valor, invirtiendo en proyectos rentables los fondos que obtenga del mercado¹³. Si los inversionistas, por múltiples motivos (por ejemplo, el hecho de que entren nuevos competidores, que la empresa esté en problemas financieros, etc.), perciben algo diferente, simplemente no invertirán o exigirán un rendimiento mayor por su inversión.

Resulta entonces, que los flujos pasados nos dan una visión del historial de la empresa, pero por sí solos no nos dicen mucho sobre los flujos de caja que se generarán en el futuro. Para que la operación reciba una buena calificación de riesgo, es necesario que se asegure por todas las formas razonables la continuidad de los flujos¹⁴; para lo cual se pueden dar garantías específicas y/o adicionales que no son las tradicionales garantías reales de hipoteca y prenda, pero que pueden ser mucho más seguras, pues atañen al centro mismo del negocio del fideicomitente.

12. Tal como lo exige el artículo 45, inciso f), numeral 9 del Reglamento de los Procesos de Titularización de Activos - Resolución de Conasev 001-97-EF/94-10.

13. Como dice Michael Porter: «La forma en que las empresas invierten sus fondos está influida por la idea que tienen acerca de cómo son valoradas por los accionistas y prestamistas. Y a la recíproca, la idea que tienen los capitalistas y sus agentes de cómo invierten las empresas sus fondos determina la valorización que aquellos hacen de estas» (1992: 445).

14. Tal como lo expresara el Sr. Paulo Comitre Berry, Gerente General de La Fiduciaria, primera empresa fiduciaria en el Perú, en entrevista realizada durante la elaboración del artículo de Díaz Tong, Enrique (2002: 351).

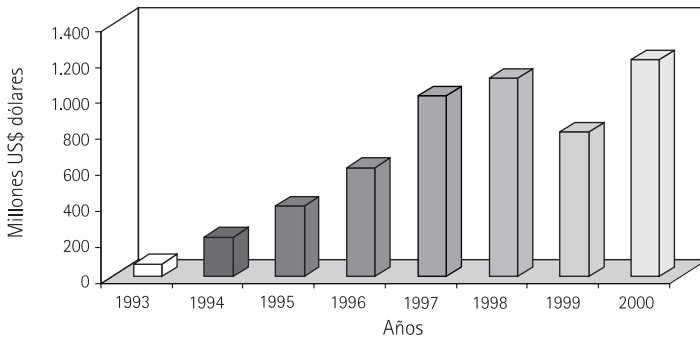


2. Análisis de los procesos de titulación en el Perú

2.1 Los procesos de titulación 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 figuras 2.1 y 2.2, el monto negociado en el mercado primario se ha incrementado considerablemente entre 1993 y el 2000, pero aún representa solo el 2,2% del PBI, porcentaje reducido en comparación con otros países de la región.

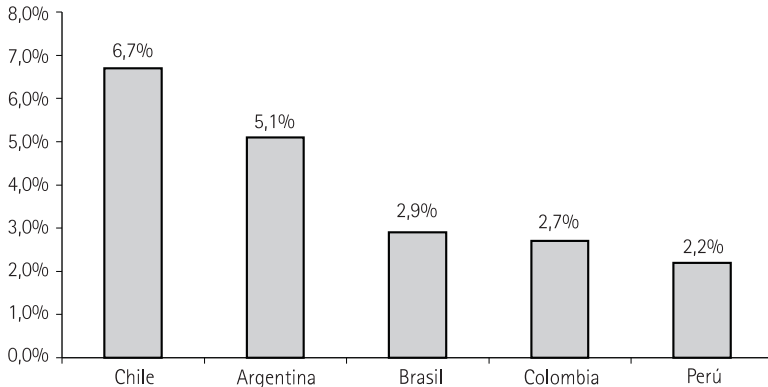
Figura 2.1
Ofertas públicas inscritas en el Perú. Período 1993-2000



Fuente: Registro Público del Mercado de Valores - Conasev
Elaboración: Gerencia de Investigación y Desarrollo - Conasev



Figura 2.2
Oferta pública primaria en la región con relación al PBI¹



Fuente: MEF
Elaboración propia

La titulación de activos se regula en el Perú 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 cobrar². Creditítulos ha titulizado Edificios San Isidro y los flujos futuros por alquiler que ellos generen. Por último, Quimpac S.A., Tiendas E. Wong S.A. e Hipermercados Metro S.A. y Alicorp S.A.A. han titulizado flujos futuros. Las características principales de estas titulaciones se pueden apreciar en el cuadro 2.1.

En el presente trabajo no se han considerado la titulación de los Bonos Brady ni la titulación realizada por RANSA COMERCIAL S.A. por US\$ 7 millones en agosto de 2002.

1. Cifras del Perú al 2000 y resto de países a 1998.
Fuente y Elaboración: Ministerio de Economía y Finanzas. Documento: Resultado de la Consulta Ciudadana, Acceso al Financiamiento a través del Mercado de Valores, publicado en el Diario Oficial "El Peruano", el 25 de mayo de 2001. Se está presentando la información tal como fue publicada por el MEF. Habría que tener cuidado en la interpretación de las cifras porque los datos se están tomando en dos años diferentes.
2. Posteriormente esta empresa realizaría tres procesos adicionales, dos públicos y una colocación privada.



Cuadro 2.1
Características de titulaciones de activos de empresas privadas en el Perú

Fecha de colocación	Originador/ Sociedad tituladora	Servidor	Tasa de interés/ Forma de pago		Monto inscrito	Saldo de circulación al 31-12-2001		Categorías de clasificación			Vigencia	Activos titulizados	Garantías específicas (GE) y adicionales (GA)	
			Dólares	Dólares		Dólares	Sóles	Apoyo	PCR	Equilibrium			Duff & Phelps	Hasta por US\$
21-Jul-98	Ferrovios S.A.A./ Citicorp Peru S.T.	Ferrovios	Serie A: 7.50% Serie B: 8.25% (Mensual)	Dólares	20,000,000 Serie A: 17,000,000 Serie B: 3,000,000	Dólares		AAA (serie A) AA (Serie B)	AAA (serie A) AA (Serie B)	7 años	Cuentas por cobrar por la venta al crédito de maquinarias y equipos.	500,000 (GA)	(GE) Las cuentas por cobrar se encuentran garantizadas con los bienes cuya venta origina el nacimiento de dichas cuentas o con fianzas bancarias por el importe adeudado. (GA) Cuenta bancaria a nombre del patrimonio fiduciario.	
05-feb-99	Creditubus ST S.A.	Creditubus ST S.A.	10.53% Trimestral	Dólares	10,450,000	Dólares	10,150,000	pAA	pAA	7 años	(GE) Inmuebles en edificios de oficinas en Lima, Perú. (GA) Fideicomiso de capital por creditubus, equipos de aire acondicionado y grupos electrógenos.	10,150,000 (GE)	(GE) Los activos del patrimonio fiduciario son: (GA) Bienes inmuebles. Crédito del Perú que garantiza hasta el 40% de los cupos trimestrales pendientes de pago, aportes facultativos de Creditubus, acumulación de fondos excedentes dentro del patrimonio autónomo y compromiso de compra de acciones por parte de Creditubus. (GA) Bienes inmuebles y créditos del Perú. (GE) Los activos del patrimonio fiduciario.	
10-dic-99	Ferrovios/ Citicorp Peru S.T.	Ferrovios	7.9% / Trimestral	Dólares	15,000,000**	Dólares	15,000,000	pAAA	pAAA	4 años	Cuentas por cobrar por la venta de maquinarias, motores, camiones y equipos.	15,000,000 (GE)	(GE) Fideicomiso en usufructo constituido sobre seis inmuebles de propiedad de los aseguradores, de las compañías S.A. y BSAJ S.A. (GA) Cuenta por Standard Chartered a favor de Interbancos.	
28-ene-00	Quimpac S.A./ Interbancos S.T. S.A.	Interbank	5.75% / Trimestral	Dólares	20,000,000	Dólares	20,000,000	AA+	AA+	7 años	Filijos futuros provenientes de contratos de seguros por operaciones comerciales.	3,500,000 (GA)	(GE) Fideicomiso en usufructo constituido sobre seis inmuebles de propiedad de los aseguradores, de las compañías S.A. y BSAJ S.A. (GA) Cuenta por Standard Chartered a favor de Interbancos.	
28-dic-00	Ferrovios S.A.A./ Citicorp Peru S.T.	Ferrovios	8.8498% / Trimestral	Dólares	17,000,000	Dólares	17,000,000	pAAA	pAAA	4 años	Cuentas por cobrar por la venta de maquinarias, motores y camiones.		(GE) Garantías reales y personales constituidas por los deudores creditos respecto de las cuentas por cobrar.	
28-ago-01	E. Wong S.A. e Higueras Soños S.A./ Interbancos S.T.	Visarel	8.75% / Trimestral	Dólares	50,000,000	Dólares	50,000,000	AAA	AAA	5 años	Filijos futuros que se originen por las ventas futuras que se realicen en el marco de un programa de venta de papas para las ventas de crédito y/o débito VISA/NET.		(GE) Fideicomiso en usufructo constituido sobre seis inmuebles de propiedad de los aseguradores, de las compañías S.A. y BSAJ S.A. (GA) Cuenta por Standard Chartered a favor de Interbancos. (GA) Si los flujos transferidos resultan inferiores al monto anual de US\$45 millones, el fiduciario podrá exigir al originador la sustitución y/o complementación de una tarjeta crediticia por un monto de US\$45 millones.	
14-ago-01	Ferrovios/ Citicorp Peru S.T.	Ferrovios	7.25% / Trimestral	Dólares	4,000,000	Dólares	4,000,000	pAAA	pAAA	4 años	Cuentas por cobrar por la venta de maquinarias, motores y camiones.	4,000,000 (GE)	(GE) Los activos del patrimonio fiduciario.	
14-sep-01	Alfcorp S.A./ Creditubus S.T. S.A.	De los títulos Banco de Crédito del Perú De la cobranza Alfcorp S.A.	8.75% / Trimestral	Dólares	60,000,000	Dólares	125,000,000	pAA-	pAA-	7 años	Documentos de cobro sobre los derechos de cobro generados por las ventas a los clientes delegados, los flujos futuros de cobros de los clientes de primeros derechos, saldos Influidos existentes en cuentas reguladoras de depósitos y otras.		(GE) Carta fianza solidaria, irrevocable, limitada y de realización automática hasta por el importe correspondiente siguiente, servicio de deuda total.	

Fuente: Información proporcionada por las empresas a Conasev.

Elaboración propia

Notas:

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

** Las calificaciones de ferrovios de fechas 10 de diciembre de 2001 (GE) 1998-02) corresponden al programa inscrito con fecha 2 de diciembre de 1999, por un monto de US\$ 45 millones.

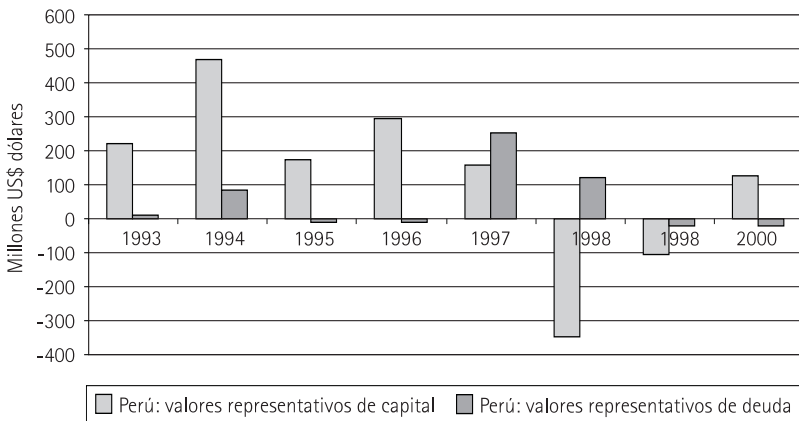


Conviene recordar que una empresa puede acceder al mercado de valores emitiendo valores representativos de deuda (bonos de arrendamiento financiero, de titulización, instrumentos de corto plazo, etc.) y de capital (acciones). En este último caso, los inversionistas exigirán un mayor rendimiento toda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

Cabe mencionar que en el Perú y en los países de la región, se percibe que los inversionistas están orientando sus recursos a valores representativos de deuda más que a los representativos de capital, tal como se aprecia en la figura 2.3.

Figura 2.3

Comparación de flujos netos de valores representativos de deuda frente a valores representativos de capital en el Perú



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

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



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%, tal como se puede apreciar en el cuadro 2.2.

Cuadro 2.2

Bonos de titulización inscritos del sector privado en comparación con otras ofertas públicas³ primarias inscritas
(cifras en millones de US\$ dólares)

	Otras ofertas públicas primarias	Total bonos de titulización inscritos	TOTAL
1997	1025 100,00%	0 0,00%	1025 100,00%
1998	1074 98,17%	20 1,83%	1094 100,00%
1999	792 96,94%	25 3,06%	817 100,00%
2000	1182 96,96%	37 3,04%	1219 100,00%
2001	1274 93,13%	94 6,87%	1368 100,00%

Fuente: Conasev
Elaboración propia

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 demanda⁴ de bonos que excede largamente la oferta de los mismos, tal como se puede apreciar en la figura 2.4. La demanda

3. No se consideran US\$ 100 millones de Bonos Brady emitidos en el año 2000. En los casos de los bonos de titulización Ferreyros 1998-01 y 1998-02, y de Alicorp no se consideran las fechas de inscripción de los bonos, sino las de emisión.

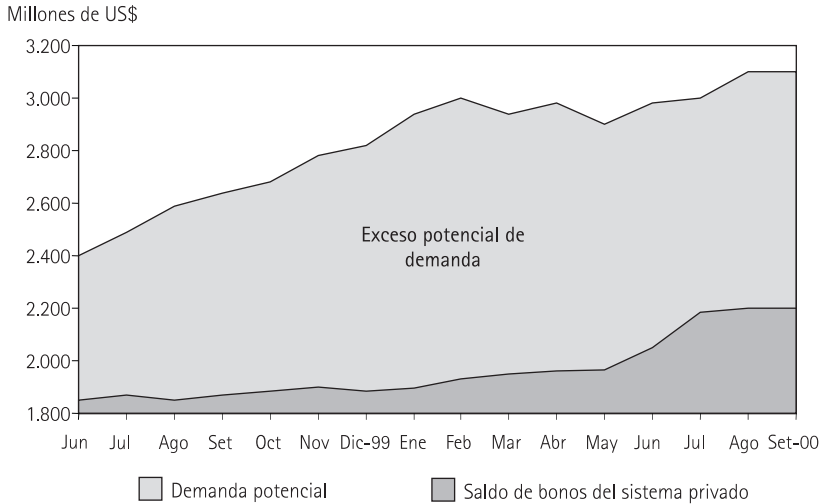
4. La demanda potencial es lo máximo que podrían demandar por este tipo de instrumentos las compañías de seguros, 60% de las obligaciones técnicas, los fondos mutuos, 100% de su patrimonio global y los fondos de pensiones y, 80% del valor global de los fondos de pensiones. La oferta incluye el saldo total de bonos en circulación del sector privado a valor nominal.



potencial no cubierta hace que las perspectivas de emitir bonos de titulización sean interesantes.

Asimismo, es interesante observar que el límite que las AFPs pueden invertir en bonos de titulización es el 10% de su cartera de inversiones⁵. 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), por lo 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 bajo⁶.

Figura 2.4
Oferta frente a demanda potencial de bonos de principales inversionistas institucionales



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas. Publicación para comentarios del documento "Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores", publicado en el diario oficial El Peruano el 25 de abril de 2001.

5. Fuente: *Presentación Bonos Titulizados – Quimpac S.A. Originador. Arthur Andersen – Corporate Finance, Interfip – Bolsa, Intertítulos y Andersen Legal.*

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 ser la sociedad tituladora, la que genera problemas de concentración entre los inversionistas.

6. Fuente: *Balance General del Fondo de Pensiones por AFP al 30 de noviembre de 2002.*



En los siguientes acápite se analiza con mayor detalle cada uno de los procesos de titulización efectuados.

2.2 Ferreyros S.A.A.

2.2.1 Descripción 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”. (En <http://www.ferreyros.com.pe>)⁷

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 venta⁸.

Además de su local central en Lima, cuenta con oficinas en Tumbes, Piura, Chiclayo, Trujillo, Chimbote, Huaraz, Ilo, Huacho, Ica, Arequipa, Juliaca, Cajamarca, Huancayo, Ayacucho, Cerro de Pasco, Cusco y Huaypetuhe.

2.2.2 Razones de la titulización

Al ser Ferreyros una empresa que comercializa bienes de capital de alto valor se ve obligada, para fomentar sus ventas, a otorgar plazos de créditos de alrededor de tres años, lo que le produce un desfase en el flujo de caja (en el cobro a los clientes y el pago a proveedores), debido a que su proveedor principal (Caterpillar) le otorgaba un financiamiento de seis meses aproximadamente⁹.

Esta situación no podía ser resuelta a través de financiamientos bancarios, toda vez que en determinado momento existía la dificultad de obtener financiamiento a mediano plazo¹⁰. Ante esta situación se emitieron bonos corporativos.

7. Memoria Anual de la empresa Ferreyros S.A.A. Año 2000, página 20. Tomado de la página Web: <http://www.ferreyros.com.pe>

8. Página web: www.ferreyros.com.pe

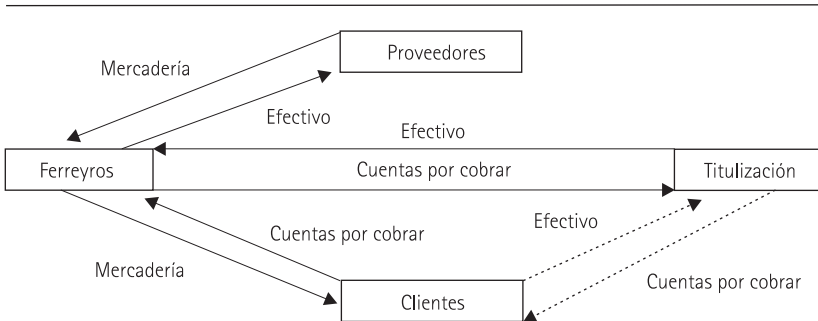
9. Ver entrevista realizada a Mariela García de Fabbri (punto 1 del anexo 2.2.).

10. Ver entrevista realizada a Mariela García de Fabbri (punto 3 del anexo 2.2.).



Cuando se promulga la norma que regula la titulización de activos, Ferreyros observa que esta puede ser una alternativa más ventajosa que continuar emitiendo bonos corporativos, debido a que el sistema le permitiría lanzar al mercado un valor con una mejor clasificación de riesgo; lo que la facultaría para obtener tasas de interés más bajas y le permitiría ampliar la base de inversionistas. La figura 2.5 muestra el esquema que se utiliza

Figura 2.5
Esquema flujo de cuentas por cobrar y efectivo con la opción de titulización



Elaboración propia

En resumen, se indica como razones para la titulización las siguientes:

1. Necesidad de financiamiento de largo plazo con la finalidad de cubrir el desfase entre los períodos 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.
4. Posibilidad de ampliar la base de inversionistas que pudieran adquirir los valores emitidos.

2.2.3 Proceso de titulización¹¹

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.

11. Información obtenida del resumen de los tres prospectos de la titulización de Ferreyros S.A.A. y de las clasificaciones de riesgo elaboradas por las respectivas clasificadoras de riesgo. Ver extractos de los prospectos en los anexos 1, 2 y 3 del primer capítulo.



(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 profundizada”.

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%¹².

Con fecha 29 de diciembre de 1998, Ferreyros S.A. celebró el contrato de fideicomiso en titulización con Citicorp Sociedad Titulizadora S.A., por medio del cual se constituyó el “Patrimonio en fideicomiso – D. Leg. No. 861, Título XI – Ferreyros PFF, 1998-01”, al cual cedió las cuentas por cobrar derivadas de operaciones de venta de repuestos, servicios y alquiler de máquinas, motores, camiones y equipos, que ascendían a un monto cercano a US\$ 23 millones. También se comprometió a transferir todas las cuentas por cobrar que se generaran a partir del 29 diciembre de 1998 para que el fiduciario las incorpore al patrimonio fideicometido.

Este segundo fideicomiso es también llamado “fideicomiso maestro”, pues permite más de una emisión con cargo al mismo fideicomiso. Por ello, en diciembre de 1999 se efectuó la primera emisión, colocándose bonos de titulización por la suma de US\$ 15 millones a un período de cuatro años, con una tasa de interés de 7,97%. Luego, en septiembre de 2001, se colocaron bonos por la suma de US\$ 45 millones.

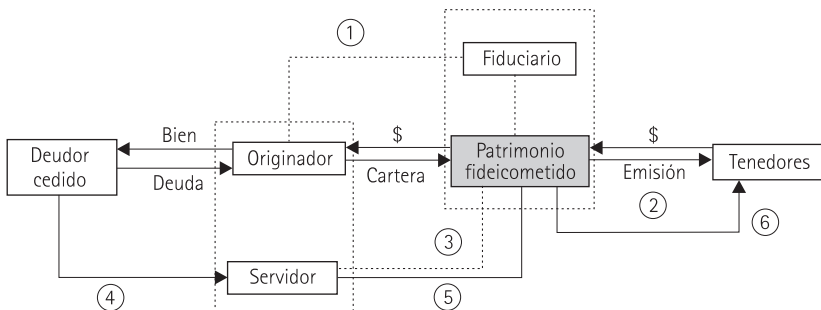
El 5 de abril de 2000 se celebró el “contrato marco de fideicomiso de titulización entre Ferreyros S.A.A. y Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A.” por el cual se constituyó el patrimonio fideicometido denominado “Patrimonio en fideicomiso – D. Leg. No. 861, Título XI – Ferreyros PFF, 2000-01”, en virtud del cual se transfirió cuentas por cobrar originadas en contratos de venta al crédito de máquinas, motores, camiones y/o equipos de cualesquiera de las líneas que comercialice regularmente, excepto los motores marca Perkins y vehículos de

12. Conforme a la carta enviada a la Conasev por el Gerente General de Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A. con fecha 31 de julio de 1998.

pasajeros incorporadas en letras de cambio por un monto de US\$ 12,5 millones, respaldadas con la reserva de dominio inscrita en el Registro Fiscal de Ventas a Plazos. También se transfirieron las nuevas cuentas por cobrar que se originaran desde la fecha hasta el 28 de febrero de 2003¹³.

Con fecha 27 de diciembre de 2000 se realizó la oferta pública primaria de los bonos de titulización por US\$ 17 millones, colocándose la cantidad de US\$ 14,2 millones. El 8 de enero de 2001 se colocó el saldo de US\$ 2,8 millones. El plazo fue de cuatro años y una tasa de 8,84375%, con una amortización trimestral a partir del 28 de marzo de 2003.

Figura 2.6
Diagrama de la titulización de activos en Ferreyros S.A.A.



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 créditos de maquinaria y equipos (las "cuentas por cobrar"), con efecto de que el fiduciario las 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 la

13. Ver "Análisis de Riesgo del Patrimonio en Fideicomiso Ferreyros - PFF, 2000-01", efectuado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C., mayo de 2002. Páginas 3 y 4. Web: www.aai.com.pe



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.

El esquema utilizado en las titulizaciones de Ferreyros es el que se aprecia en la figura 2.6. Los detalles adicionales de estos procesos se encuentran en los apartados 1, 2 y 3 del anexo 1.

El esquema de las tres titulizaciones de Ferreyros es similar. Sin embargo, cada uno tiene las siguientes características especiales:

- En la primera (97-01):

Se entregó bonos de titulación y certificados de participación¹⁴ a los inversionistas, a cambio del dinero recibido.

Con los recursos obtenidos de la titulación se adquirieron cuentas por cobrar de la cartera inicial (por un valor de US\$ 14.792.974) y de la cartera prefinanciada (US\$ 11.075.155 compuesta por las nuevas cuentas por cobrar que se obligaba a transferir Ferreyros (Informe de clasificación de riesgo, enero 2000: 1).

- En la segunda (98-01):

Se dio solamente bonos de titulación a los inversionistas. Con los recursos captados el patrimonio fideicometido adquiere las cuentas por cobrar transferidas. Teniendo en cuenta la duración de los bonos el patrimonio fideicometido podría adquirir nuevas cuentas por cobrar (a este período se le llama "revolvente").

14. Los certificados de participaciones son valores de renta variable. Dan derecho al titular a que se les restituya el valor nominal al vencimiento sujeto a la disponibilidad de fondos del patrimonio fideicometido (primero se deben pagar los bonos y los gastos correspondientes), dando derecho a las ganancias y al remanente de este patrimonio. Son transferibles por oferta privada, no siendo posible su negociación por medio de oferta pública.



- En la tercera (2000-01):

Se emitieron bonos de titulización por US\$ 17 millones y certificados de participación de, por lo menos, el 16,3% del total de bonos emitidos. Los US\$ 2,78 millones en certificados emitidos fueron adquiridos por Ferreyros S.A.A.. Con los recursos captados se pagaron las cuentas por cobrar transferidas al patrimonio fideicometido.

El servidor de estos procesos fue Ferreyros y se dieron una serie de garantías y coberturas, conforme se detalla en los apartados 1, 2 y 3 del anexo 1.

Cabe resaltar que en la segunda titulización solo se emitieron bonos de titulización, mientras que en la primera y tercera se emitieron además certificados de participación.

Que Ferreyros adquiera estos certificados, implica que la empresa está asumiendo un mayor compromiso en la titulización, debido a que actúa como inversionista, adquiriendo un valor de mayor riesgo que el bono de titulización.

2.2.4 Resultados de la titulización de activos

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, a pesar de ello, un análisis de dos aspectos importantes: la situación a corto plazo, expresada por la razón corriente, la razón ácida y el capital de trabajo neto y, la situación del endeudamiento de la empresa¹⁶ (cuadros 2.3 y 2.4).

15. Este enfoque se mantendrá durante el análisis de las titulizaciones en las otras empresas, limitándose a analizar los aspectos mencionados.



Cuadro 2.3

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
Elaboración propia

Cuadro 2.4

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
Elaboración propia

De la observación de los cuadros podríamos resaltar lo siguiente:

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

Creemos que ha sido correcto el haber titulizado cuentas por cobrar. De lo contrario se hubiera tenido que intentar asumir mayores deudas.



En la situación que enfrentaba la empresa hubiera sido más difícil conseguir mayor financiamiento a través de bonos corporativos o deuda a largo plazo con intermediarios financieros o, de haberse conseguido, habría sido a tasas más altas.

2.3 Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A.

2.3.1 Descripción de la empresa

Creditítulos es una entidad titulizadora 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.

2.3.2 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.

2.3.3 Proceso de titulización¹⁶

El 4 de mayo de 1998, Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. (Creditítulos) adquiere bienes inmobiliarios y equipos accesorios de propiedad de Alicorp S.A., en los siguientes porcentajes:

Edificio Los Portales	86,18%
Edificio Galerías de San Isidro	70,05%
Equipos accesorios	100,00%

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.

16. Información obtenida del prospecto de titulización patrimonio autónomo Edificios San Isidro, presentado a Conasev por Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. pág. 15 folio 65 del archivo de Conasev y los informes de las empresas clasificadoras de riesgo Apoyo y Asociados Internacionales S.A.C y Duff & Phelps (hoy PCR Pacific Credit Rating).



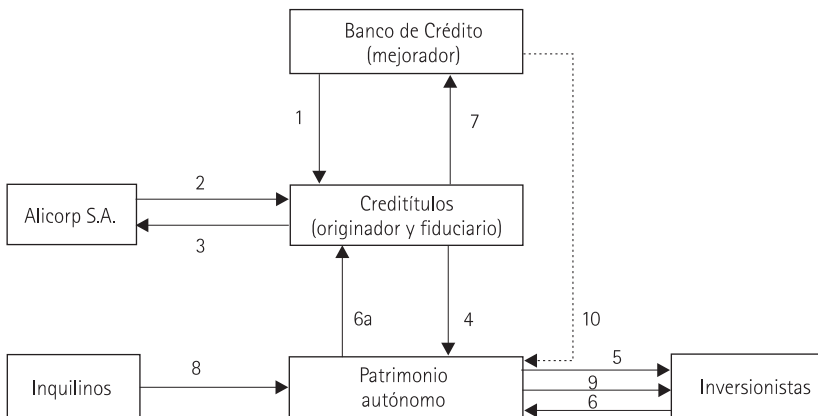
Con fecha 29 de setiembre de 1998, Creditítulos transfirió en fideicomiso los bienes indicados, los derechos sobre los flujos de alquileres futuros y otros ingresos que generen dichos activos, así como un aporte de capital en efectivo de US\$ 200.000 al “Patrimonio autónomo Edificios San Isidro – Patrimonio 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.

El proceso de la titulización se presenta en la figura 2.7.

Figura 2.7
Esquema de titulización de activos de Creditítulos S.A.



Fuente: Prospecto de titulización de activos Edificios San Isidro
Elaboración propia



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.
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 al 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 de la titulización los bienes no se logran vender por el monto estipulado (US\$ 10' 150. 000)

Los bonos cuentan con las siguientes garantías y mejoras¹⁸:

- "Compromiso de compra de los activos que conforman el patrimonio autónomo por parte del Banco de Crédito del Perú al vencimiento de los bonos" por un monto no menor a los US\$ 10' 150.000¹⁹.
- "Carta fianza emitida por el Banco de Crédito del Perú, garantizando hasta el 40% de los cupones trimestrales durante toda la vigencia de los Bonos".
- "Acumulación de fondos excedentes dentro del Patrimonio Autónomo, hasta cubrir como mínimo, el 110% de la suma de la totalidad de los cupones pendientes de pago hasta el vencimiento de los Bonos".
- "Aportes facultativos de Creditítulos al Fideicomiso", al tener Creditítulos la calidad de originador y fiduciario, se encarga de la administración del patrimonio autónomo, para lo cual ha designado a Alicorp S.A., principal arren-

17. Información obtenida del resumen del prospecto de esta titulización de activos. Pág. 2.

18. Este compromiso de compra desempeñó un papel importante en la titulización, tal como lo manifestaron Jorge Luis de los Heros y Andrés Milla (Ver punto 3 del anexo 2.1.) y, José Manuel Pescheira R. y César Moreno Q. (Ver punto 4 del anexo 2.3.) en las entrevistas realizadas.



datario del edificio y anterior propietario, como administrador del mismo por un plazo de cinco años.

2.3.4 Resultados de la titulización de activos

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.

2.4 Alicorp S.A.A.

2.4.1 Descripción 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, CIPPSA se fusionó con otras dos empresas del Grupo Romero: Calixto Romero S.A. (dedicada a la producción de aceites y grasas comestibles) y Oleaginosas Pisco S.A. (dedicada principalmente a la elaboración de jabón de lavar).

En febrero de 1995, CIPPSA adquirió el 100% de las acciones comunes de La Fabril S.A. (dedicada a la elaboración y comercialización de aceites y grasas comestibles, jabón de lavar, harina, fideos y galletas) con la que se fusionó el 1 de junio de 1995. El 31 de marzo de 1995 CIPPSA se fusionó absorbiendo a Consorcio Distribuidor S.A., empresa fundada en 1976 por el Grupo Romero, dedicada a la comercialización de productos de consumo masivo nacionales e importados en todo el país.

El 30 de junio de 1995, CIPPSA modificó su denominación por Consorcio de Alimentos Fabril Pacífico S.A. (CFP).

El 2 de diciembre de 1996, CFP absorbió por fusión a las empresas Nicolini Hermanos S.A. y Compañía Molinera del Perú S.A. Estas empresas se dedicaban principalmente a la elaboración y comercialización de harinas, fideos, alimentos balanceados y cereales.



El 17 de febrero de 1997, CFP cambió su denominación por Alicorp S.A.

El 18 de enero de 2002, se acordó 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 su nueva denominación social Alicorp S.A.A.

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” (Memoria Anual de la empresa Alicorp S.A., 2001).

2.4.2 Razones de la titulización

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.; específicamente, la “cuarta emisión de bonos corporativos CFF” y la “tercera emisión de bonos corporativos Alicorp” o cualquier modalidad de financiamiento temporal obtenido para atender dichos pagos.

Cuadro 2.5

Análisis de capital de trabajo 1997-2000 en Alicorp S.A.

(en miles de nuevos soles)

Conceptos	1997	1998	1999	2000
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
Elaboración propia



Si examinamos los estados financieros correspondientes al período 1997 – 2000 se observará que la empresa presenta bajos niveles de capital de trabajo neto (inclusive capital de trabajo negativo) e igualmente bajas razones corriente y ácida. Ver cuadro 2.5.

En el período 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 y ante el vencimiento de las obligaciones mencionadas se pudo acudir a una nueva emisión de bonos corporativos¹⁹. Sin embargo, la titulización de activos otorgaría la oportunidad de emitir un valor que obtendría una mejor clasificación de riesgo y por lo tanto, una menor tasa de interés. Ver cuadro 2.6.

Cuadro 2.6

Análisis de endeudamiento 1997-2000 en Alicorp S.A.

(en miles de nuevos soles)

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

Elaboración propia

2.4.3 Proceso de titulización²⁰

Con fecha 16 de agosto de 2001, Alicorp (originador) celebró el “contrato marco de fideicomiso de titulización con Creditítulos Sociedad Titulizadora

19. Como lo manifestaron Jorge Luis de los Heros y Andrés Milla, en Alicorp existía un problema de concentración de vencimientos en el corto plazo. (Ver punto 6 del anexo 2.1).

20. Información obtenida del prospecto presentado por la empresa a Conasev y los informes de las clasificadoras de riesgo Apoyo y Asociados Internacional S.A.C. y PCR Pacific Credit Rating Clasificadora de Riesgo S.A. Ver extractos del prospecto en el anexo 1.5.



S.A.” (fiduciario), por el que se constituyó el patrimonio autónomo denominado “Patrimonio en fideicomiso D. Leg. N° 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 de 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 a 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. Estos están divididos en cuatro regiones que abarcan casi todo el país.

Con el fin de estructurar la titulización, Alicorp escogió de sus distribuidores a 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 se transferirían a unas cuentas recaudadores del Banco de Crédito del Perú, conforme se muestra en la gráfica 2.8.

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 de servicio, donde se depositan las retenciones diarias y; la cuenta de aceleración, donde se consignan los montos necesarios en el supuesto que se produjese un hecho que implique la aceleración de los bonos.

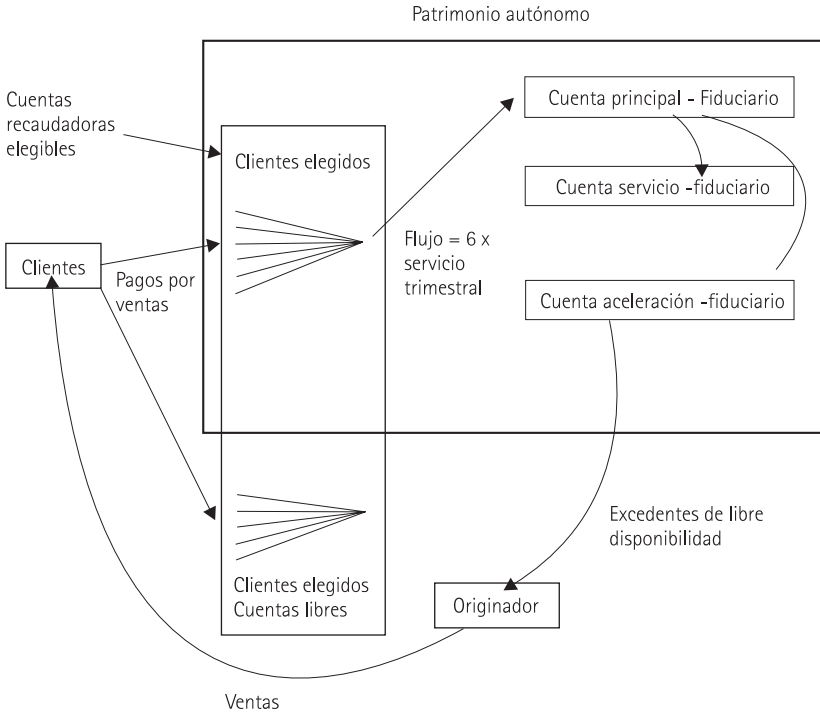
Los clientes elegidos y elegibles se seleccionaron en función al volumen de las compras que efectuaban a Alicorp y a su diversidad geográfica. En el supuesto de que las cuentas de un cliente elegido entrasen en problemas de morosidad, serían cambiadas por una de los clientes elegibles. Las ventas de los clientes elegidos y elegibles cubrían 1,5 veces el saldo de los bonos por amortizar, dando una cobertura de capital e intereses equivalente a 16,67 veces los próximos cuatro servicios de la deuda.²¹

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

21. Plantilla de clasificación de riesgo elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. pág. 8.



Figura 2.8
Estructura de la titulización de activos de la empresa Alicorp S.A.



Fuente y elaboración: Prospecto presentado a Conasev pág. 25.

La línea de alimentos balanceados dio un VAN de negocio de US\$ 17,5 millones, con una tasa de descuento de 15%. Sin embargo, cabe resaltar que “la valorización realizada bajo la metodología de Descuento de Flujo de Caja consideró para un período de 10 años, ventas promedio de US\$ 29,3 millones” y en el 2001, las ventas fueron de US\$ 14,9 millones (Clasificación de riesgo de los Bonos de titulización Alicorp, mayo 2002).



El valor de realización del inmueble ubicado en Arequipa fue estimado en US\$ 3,5 millones.

Los demás detalles de la estructuración de la titulización se encuentran en el anexo 1.5.

2.4.4 Resultados de la titulización de activos

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 un valor positivo de S/. 4,9 millones. (ver cuadro 2.7.)

Cuadro 2.7

Análisis de capital de trabajo 2000-2001 en Alicorp S.A.

(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 ácida	0,51	0,69

Fuente: Estados financieros de la empresa

Elaboración propia

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 que refleja una reestructuración de pasivos de corto a largo plazo. (ver cuadro 2.8.)



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.

En septiembre de 1996, se realizó la fusión de Química del Pacífico S.A. con SERVICIOS QUÍMICOS ÓPTIMOS S.A., a partir de lo cual se creó la actual Quimpac S.A.

Asimismo, a fines de 1997 Quimpac S.A. adquirió una parte importante de los activos pertenecientes al Complejo Químico – Papelero Paramonga (estatal) y 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.

A la fecha del presente informe, sus accionistas son:

Accionista	Participación %	Grupo
Arinco S.A.	88,48	Fishman
Marcos Fishman C.	5,28	Fishman
Otros	6,24	
Total	100,00	

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

2.5.2 Razones de la titulización

Los estados financieros correspondientes al período 1997-1999 muestran un incremento en los niveles de activos totales, el cual es explicado por el incremento de los rubros “cuentas por cobrar” y “existencias”.

A su vez, estos aumentos de activos son financiados en su mayor parte por un aumento de los pasivos corrientes, el cual pasa de S/. 64 millones en 1997 a S/. 145 millones en 1999. Por otro lado, el capital de trabajo neto en todo



este período es negativo²³ y sus razones corrientes y ácida son bajas aunque mejoraron en el año 1999 (ver cuadros 2.9. y 2.10). La razón de endeudamiento ha crecido de 53% en 1997 a 60% en 1999.

Ante este panorama, era conveniente pensar en una reestructuración financiera, mediante la cual se cambie 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 interés²⁴.

En cambio, el proceso de titulización le permitió estructurar un valor (bono de titulización) que obtuvo una clasificación de riesgo AA+ con una tasa de interés de 9,75%²⁵.

Cuadro 2.9

Análisis de capital de trabajo 1997-1999 en Quimpac S.A.

(en miles de nuevos soles)

Conceptos	1997	1998	1999
Activo corriente	43.595	78.330	121.665
Pasivo corriente	64.338	98.669	145.184
Capital de trabajo neto	(20.743)	(20.339)	(23.519)
Existencias	13.919	35.494	43.665
Ratios de evaluación:			
Razón corriente	0,68	0,79	0,84
Razón ácida	0,46	0,43	0,54

Fuente: Estados financieros de la empresa
Elaboración propia

23. Informe de clasificación de riesgo del 5 de diciembre de 2002, Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A., pág. 3.

24. Esto significaría que se está financiando no solo el activo corriente (una parte que tiene el carácter de inversión permanente) sino también activos no corrientes con fuentes de financiamiento de corto plazo.

25. Ver entrevista realizada a Esteban Viton (punto 1 del anexo 2.8).

Cuadro 2.10**Análisis de endeudamiento 1997-1999 en Quimpac S.A.**

(en miles de nuevos soles)

Conceptos	1997	1998	1999
Data de análisis:			
Activo total	252.649	311.410	349.608
Pasivo corriente	64.338	98.669	145.184
Pasivo no corriente	68.527	75.394	65.099
Pasivo total .	132.865	174.063	210.283
Ratios de evaluación:			
Pasivo total / activo total	52,59%	55,90%	60,15%
Pasivo corriente / pasivo total	48,42%	56,69%	69,04%

Fuente: Estados financieros de la empresa
Elaboración propia

2.5.3 Proceso de titulización²⁶

El 4 de enero de 2000, Quimpac S.A. (originador) celebró el contrato de fideicomiso en titulización con Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A. (fiduciario), mediante el que se constituyó el “Patrimonio en fideicomiso – D. Leg. No. 861, Título XI – Quimpac – primera emisión”, al que cedió los derechos sobre los flujos futuros que se deriven de las ventas de sal y productos químicos que se realicen a determinados clientes.

El 28 de enero de 2000, se colocaron los “Bonos de titulización Quimpac – 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 del capital al vencimiento en enero de 2007.

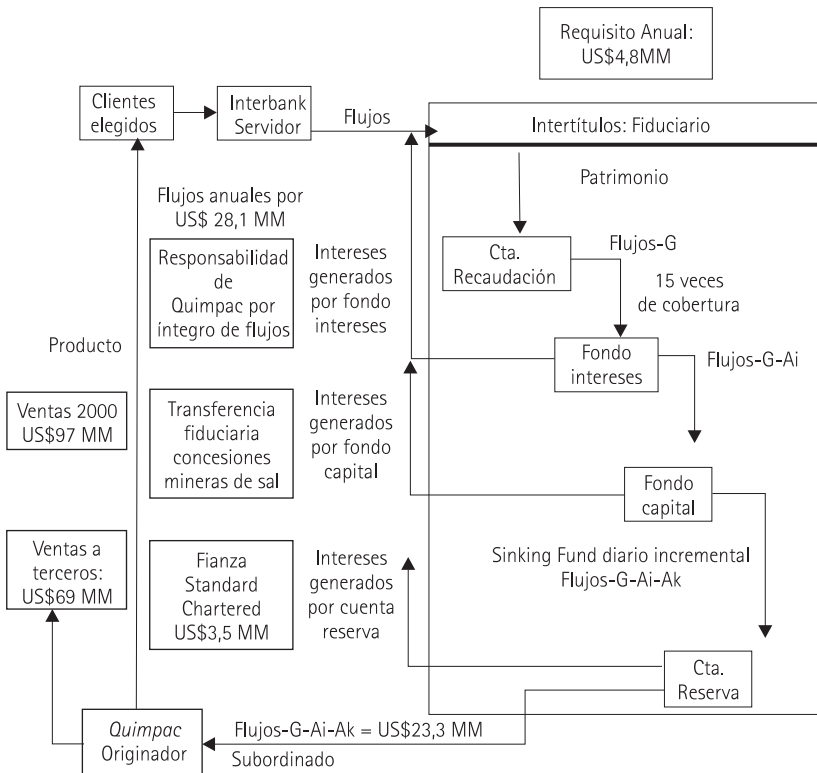
Quimpac tenía ventas consolidadas anuales de US\$ 72 millones en 1999, de las cuales el 50% correspondía a la unidad de productos químicos, el 25% correspondían a la unidad de papeles y el 25% restante a la unidad de sal. El 70% de sus ventas se producía en el mercado interno.

26. Información obtenida del prospecto presentado por la empresa a Conasev y de los informes elaborados por las Clasificadoras de Riesgo Apoyo & Asociados Internacional S.A.C. y Equilibrium / Bank Watch Clasificadora de Riesgo S.A.



El esquema de la titulación es el que se muestra en la figura 2.9

Figura 2.9
Esquema de la titulación de activos de Quimpac S.A.



Fuente y elaboración: Presentación "Bonos titulizados. Quimpac S.A.", Arthur Andersen Corporate Finance, Interfip bolsa, Intertítulos y Andersen Legal.

Con el fin de efectuar la titulación, 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 período de cobranza mayor a 90 días.

En el año 1999, el 60% de los clientes elegidos eran del sector Industrial y el 86% estaba concentrado en Lima.

Los clientes elegidos efectuarán sus pagos a Interbank (servidor), que depositará estos pagos en la cuenta de recaudación a nombre del patrimonio fideicometido, en la que se crearán 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 de 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.

Es importante mencionar que el 21 de febrero de 2002, se realizó la Asamblea de Inversionistas, que modifica el acto constitutivo, en la que se liberaron US\$ 4,8 del fondo de reserva - capital (que ascendía a la suma de US\$ 5,8 millones) a cambio de una carta fianza adicional por la suma de US\$ 2.857 millones, con el fin de garantizar el pago de los cuatro primeros cupones trimestrales. Además, también se acordó la constitución de un fondo de reserva por US\$ 714.286²⁷.

Como garantía adicional se estableció la posibilidad de sustituir y/o complementar 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.

27. *Análisis de riesgo de los bonos de titulización de Quimpac, efectuado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C, octubre de 2002, págs. 5- 6.*



También se imponen al originador restricciones, respecto a la política de precios y de clientes; límites y reducción en el nivel de endeudamiento patrimonial consolidado y, la obligación de no distribuir dividendos, entre otras.

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.

Los demás detalles del proceso de titulización de activos de la empresa se encuentran en el anexo 1.6.

2.5.4 Resultados de la titulización de activos

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. Ver cuadro 2.11.

Cuadro 2.11

Análisis de capital de trabajo 1999–2001 en Quimpac S.A.

(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
Ratios de evaluación:			
Razón corriente	0,84	1,22	1,18
Razón ácida	0,54	0,76	0,81

Fuente: Estados financieros de la empresa

Elaboración propia

**Cuadro 2.12****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
Ratios 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
Elaboración propia

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, para el año 2001, el ratio muestra un crecimiento alcanzando el 57,75%

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 un valor de 63%. En el prospecto de titulización se menciona que el 25% de los fondos obtenidos serían 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.



2.6 E. Wong S.A. & Hipermercados Metro S.A.

2.6.1 Descripción de la empresa²⁸

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.

Al año 2000 las tiendas E. Wong desarrollan sus actividades a través de doce supermercados ubicados en la ciudad de Lima. Hipermercados Metro realiza sus actividades a través de ocho hipermercados y seis supermercados en la ciudad de Lima. Hay que señalar que el Grupo Supermercados Wong es una empresa familiar que se ha consolidado como líder en el giro de supermercados manteniendo una participación en el sector a marzo de 2002 de 72%.

Las principales empresas que constituyen el Grupo Wong son las siguientes: E. Wong S.A. & Hipermercados Metro S.A., dedicadas al giro de supermercados.

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.; empresas que prestan servicios logísticos y diversos en general.

Guip S.A. presta al grupo servicios contables, administrativos, asesoramiento empresarial y capacitación de recursos humanos.

Cinco Robles S.A. se dedica a la compra-venta, administración de bienes inmuebles, inversiones mobiliarias e inmobiliarias en general.

Tres Palmeras S.A. se ocupa de la compra, venta, administración de bienes inmuebles, inversiones mobiliarias e inmobiliarias en general.

28. Fuente: "Bonos de Titulización E. Wong & Metro, Análisis de Riesgo" realizado por Apoyo & Asociados internacional S.A.C, Mayo de 2002; e "Informe de clasificación de riesgo - Bonos de Titulización E. Wong & Metro" realizado por Equilibrium clasificadora de Riesgo S.A., julio de 2002.



La evolución del número de tiendas se muestra en el cuadro 2.13.

Cuadro 2.13
Evolución de número de tiendas del Grupo Wong

Años	E. Wong	Supermercados Metro	Hipermercados Metro	Total
1985	2			2
1992			1	1
1993	4			4
1994	1			1
1996	1		2	3
1997	2		2	4
1998	1			1
1999	1	2	2	5
2000		4	1	5
TOTAL	12	6	8	26

Fuente y elaboración: Equilibrium clasificadora de riesgo S.A., julio de 2002.

Si bien el Grupo Wong (con 26 locales en Lima) mantiene el liderazgo en el sector con una participación del 72%, hay que destacar que este rubro experimenta un creciente grado de competencia al incursionar en el segundo semestre del 2001 un nuevo participante: Plaza Vea que pertenece al Grupo Disco Ahold.

Recientemente se han consolidado alianzas estratégicas con prestigiosas empresas líderes en el ámbito mundial como la cadena de multicines Cinemark, que viene operando en el Hipermercado Metro de la Av. La Marina; la cadena de restaurantes Mc Donalds, quienes inauguraron sus dos primeros locales en el Hipermercado Metro de Chorrillos y en el Hipermercado Metro de la Av. Panamericana Norte, con proyección de instalarse en casi todos los Hipermercados Metro²⁹.

29. Datos obtenidos del prospecto informativo presentado por la empresa E. Wong a la Conasev, pág. 9.



2.6.2 Razones de la titulización

Del análisis de la información financiera del período 1997-2000 se observa que el Grupo Wong³⁰ 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 período. Ver cuadros 2.14 y 2.15.

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”.

Cuadro 2.14

Análisis de capital de trabajo

Conceptos	1997	1998	1999	2000
	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%
ROI	6,90%	4,20%	2,10%	3,10%
Razón corriente	0,80	0,79	0,73	0,76
Razón ácida	0,65	0,64	0,61	0,63

Fuente: Estados financieros consolidados del Grupo Wong

Elaboración propia

30. Los estados financieros analizados corresponden a los consolidados en el nivel del Grupo Wong. Fuente: “Análisis de riesgo – Bonos de Titulización E. Wong & Metro”, Apoyo & Asociados. Mayo de 2002.

Cuadro 2.15
Análisis de endeudamiento

Conceptos	1997	1998	1999	2000
	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 consolidados del Grupo Wong
Elaboración propia

En los estados de resultados se observa un crecimiento de los ingresos por ventas, aunque los resultados operativos se mantienen relativamente constantes. Es decir, la empresa presenta resultados operativos constantes con incremento sustantivo de sus activos fijos, lo cual lleva a obtener indicadores ROI y ROE³¹ con una fuerte tendencia a la 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 ácida³².

31. ROI y ROE: corresponde a los retornos sobre inversión y retornos sobre el patrimonio, respectivamente.

32. En los estados financieros aparece como parte del activo corriente la cuenta "Préstamos a Personal y Accionistas", que en el año 2000 asciende a S/ 134 millones. La parte que corresponde a las cuentas por cobrar a los accionistas puede considerarse como un adelanto de utilidades. Con este ajuste las cuentas por cobrar neto disminuirían haciendo disminuir a su vez las razones corriente y ácida y el capital de trabajo. Por otro lado disminuiría el patrimonio (al reducirse los resultados acumulados) y aumentaría la razón de endeudamiento (pasivo total / activo total). Este ajuste no varía las conclusiones del análisis realizado.



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 las opciones para lograr la reestructuración de acudir al crédito bancario a mediano o largo plazo o acudir al mercado de valores mediante bonos corporativos se ven limitadas. En el caso del sistema bancario las tasas de interés se encontraban en niveles altos³³, mientras que en el segundo caso, debe considerarse que Wong no había salido aún al mercado de capitales, por lo que era muy difícil que pudiera emitir bonos corporativos con una buena clasificación de riesgo.

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 valores³⁴.

2.6.3 Proceso de titulización³⁵

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.

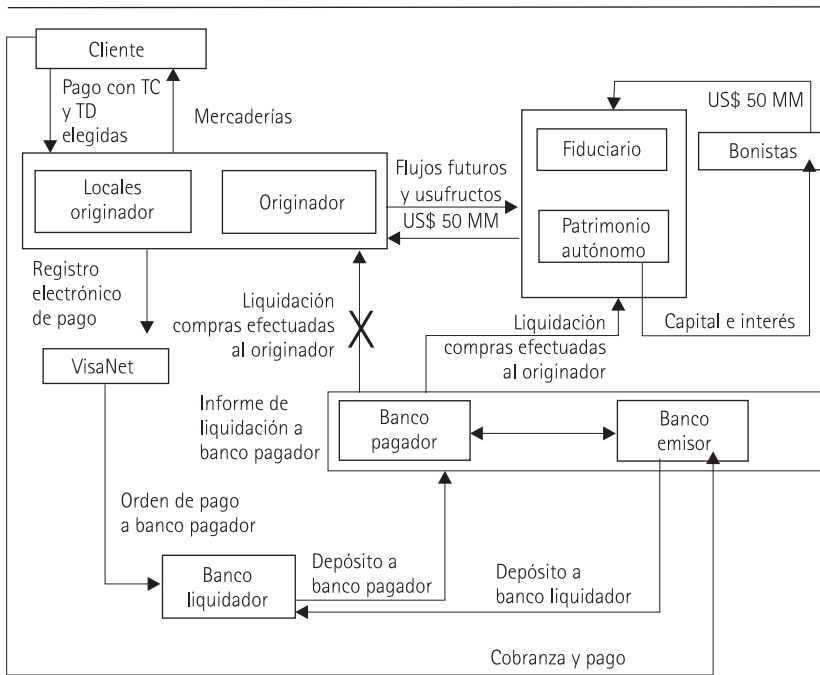
33. Wong tenía deudas de corto plazo en el sistema bancario con tasas de aproximadamente el 20%. Ver entrevista realizada a Ramesh Agrawal (ver punto 3 del anexo 2.6).

34. Ver entrevista realizada a Johanna Izquierdo (punto 2 del anexo 2.9).

35. Información obtenida del prospecto de titulización presentado por el Grupo Wong a Conasev y la clasificación de riesgo elaborada por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C y Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

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 Visanet. 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 años³⁶.

Figura 2.10
Estructura de la titulación de activos de Wong & Metro S.A.



Fuente y elaboración: Prospecto de titulación presentado por el originador, anexo 4, obrante a folio 768 del registro de Conasev.

36. Información obtenida del Informe de Clasificación de Riesgo en junio de 2001, elaborado por Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A., pág. 8. El informe de clasificación de riesgo elaborado por Apoyo & Asociados Internacional S.A.C, en junio de 2001 consigna una cobertura promedio de 4,19 veces, pág. 12.

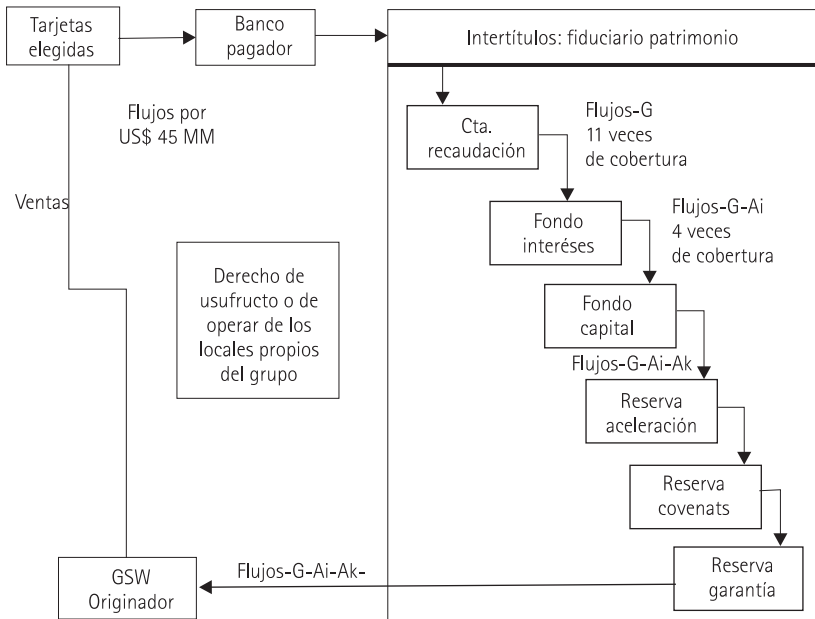


Los ingresos provenientes de las mencionadas tarjetas se transferirían a un fondo, conforme se muestra en la figura 2.10.

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. Este procedimiento estructurado se muestra en la figura 2.11.

Figura 2.11
Estructura del bono de titulización de Wong & Metro S.A.

- Mecanismo de cascada



Fuente: Prospecto de titulización presentado por el originador, anexo 4, obrante a folio 768 del registro de Conasev.



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”. (Clasificación de Riesgo efectuada por Apoyo & Asociados. Pág. 7).

Los demás detalles de la estructuración se encuentran en el anexo 1.7.

2.6.4 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, 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 0,78 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 período 2000 a 2001 la superficie total en metros cuadrados de los locales del grupo no varió (121.588 m)³⁹.

Por el lado del endeudamiento el ratio deuda / activo 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.

37. Fuente: Informe de Riesgo, Mayo de 2002, de Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. www.aai.com.pe



Cuadro 2.16
Análisis de capital de trabajo

Conceptos	2000	2001
	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	3,10%	0,90%
Razón corriente	0,76	0,89
Razón ácida	0,63	0,67

Fuente: Estados financieros consolidados del Grupo Wong
Elaboración propia

Cuadro 2.17
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
Cuentas por pagar	259.008	337.358
Sobregiros y préstamos bancarios	182.977	95.299
Parte corriente de las deudas de largo plazo	17.165	32.823
Deudas a largo plazo	73.247	177.380
Ratios de evaluación:		
Pasivo total / activo total	0,61	0,65
Pasivo corriente / Total pasivos	87,08%	73,66%
Pasivo corriente / Pasivo no corriente	6,74	2,80

Fuente: Estados financieros consolidados del Grupo Wong
Elaboración propia



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 2.17.

2.7 Beneficios de la titulización de activos como fuente de financiamiento en el Perú³⁸

2.7.1 Mejor acceso al mercado de valores y financiamiento con mejores tasas de interés

El mercado de valores peruano es poco profundo por el número 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). 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.⁴¹ Por otro lado, es difícil que una empresa que accede por primera vez al mercado de valores tenga una calificación de muy buena o excelente.

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 mercado⁴⁰. En el futuro esta empresa podrá emitir nuevos valores con mayor facilidad, pues tendrá un historial que la respalda⁴¹. Este ha sido el caso de Quimpac y de Wong.

38. Parte de lo expuesto en este acápite ha sido extraído del artículo de Díaz Tong, Enrique (2002).

39. Como un ejemplo de esta situación, se puede decir que, a noviembre de 2000, el 73,8% de la cartera de bonos del sistema de fondos mutuos y el 67,9% de la cartera de los bonos no financieros administrados por las AFPs estaba compuesta por bonos con categoría de Riesgo I. Documento Acceso a Financiamiento a través del Mercado de Valores. Pág. 22. Op cit. (Riesgo I: AAA y AA, Riesgo II: A, Riesgo III: BBB, Riesgo IV: BB y B).

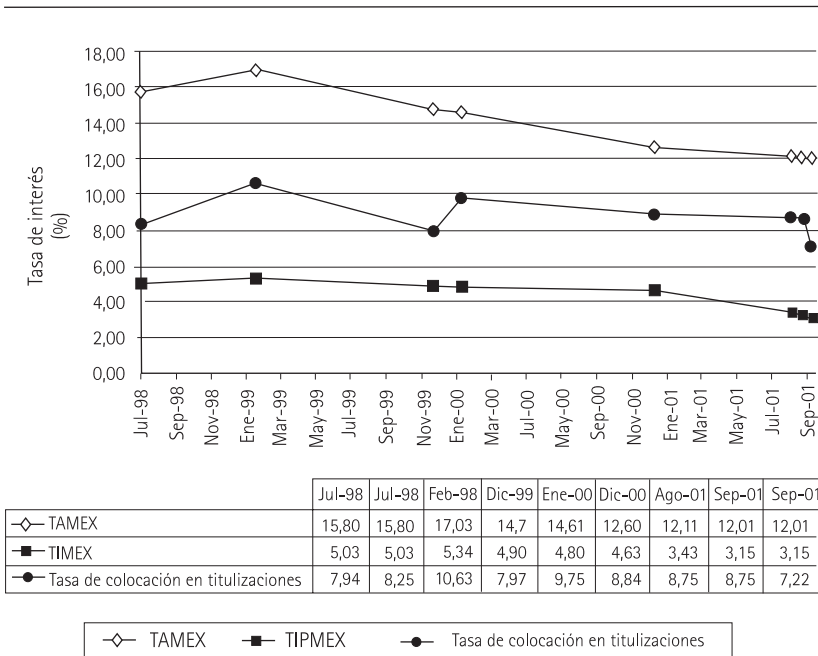
40. Ver entrevista realizada a Paul Castritius (punto 1 del anexo 2.5) y a Guicela Melgarejo (punto 1 del anexo 2.7).

41. Tal como lo manifestaran los señores Pablo Quiroga Persivale, Gerente General de Intertítulos, y Cesar Lucana Tapia, Gerente de Administración y Finanzas de la Financiera CMR, en entrevistas realizadas durante la elaboración del artículo de Díaz Tong, Enrique (2002).



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 la figura 2.12 se pueden apreciar las tasas a las que se han colocado los bonos de titulización de activos en el Perú en comparación a las tasas activas y pasivas del mercado.

Figura 2.12
Comparación de tasas de interés activas y pasivas del mercado vs tasas conseguidas en los procesos de titulaciones. En moneda extranjera (US\$)



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

Elaboración propia



Se observa que para el período comprendido entre julio de 1998 y setiembre de 2001, la Tasa Activa en Moneda Extranjera (TAMEX) ha fluctuado entre los 15,80% y los 12,01% anuales y la Tasa Pasiva en Moneda Extranjera (TIPMEX) lo ha hecho entre el 5,34% y el 3,15%. En ese período las empresas que han titulado activos en el Perú han colocado los valores a tasas que fluctúan entre el 10,63% y el 7,22%, respectivamente. El beneficio para las empresas en términos de una menor tasa de interés es evidente⁴².

Por otro lado, con relación a otros valores que pueda emitir la empresa, los bonos de titulización pueden estructurarse de forma tal que obtengan una mejor clasificación de riesgo que los bonos corporativos de la misma empresa, de manera que pueda obtenerse una tasa de interés más baja.

2.7.2 Acceso al financiamiento de largo plazo

En el Perú no existen muchas fuentes de financiamiento de largo plazo para las empresas, entre otras razones por el «riesgo país» y la inestabilidad que hemos vivido. 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.

Por otro lado, los costos fijos de un proceso de titulización de activos hacen que se requieran emisiones con montos mínimos elevados con el fin de diluir los costos fijos por dólar captado. En el caso de titular flujos futuros, el plazo de vencimiento de los bonos influirá en el monto que se pueda recaudar.

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. Quimpac, Wong y Alicorp han usado la titulización con este fin.

42. Los inversionistas obtendrían a su vez una mayor tasa de rendimiento que depositando en los bancos. Habría que considerar si el "aumento del riesgo" de la inversión es suficientemente compensada por el mayor rendimiento.



Asimismo, la titulización de activos es una mejor fuente que los 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.

2.7.3 Una peculiaridad importante: El financiamiento a través de titulización de flujos futuros

Esta forma particular de titulización se describió en el punto 1.3: *Nuevos conceptos de garantías y el potencial de la titulización de activos*.

La ventaja de esta modalidad radica en que permite formar el patrimonio fideicometido sin incluir necesariamente los activos reales existentes. Permite mediante una estructuración de garantías adecuadas emitir un bono de titulización con una muy buena clasificación de riesgo. Esta modalidad ha sido utilizada por Quimpac, Alicorp y Wong.

Si embargo, hay que considerar que se comprometería parte de los flujos de caja futuros y a su vez se estaría aumentando el endeudamiento de la empresa.

2.7.4 Mejor uso de los activos como colateral

Uno de los problemas 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 garantías⁴³. 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 crédito⁴⁴.

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

44. La diferencia entre el valor comercial y el monto del crédito se denomina "márgen de seguridad del prestamista" (Van Horne, 1997: 465).



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 usufructo⁴⁵.

Es necesario precisar que, dependiendo de la forma en que se estructura la titulización de activos, se comprometerían los flujos futuros más seguros y se darían como garantías activos que representan el *core business* del negocio⁴⁶.

2.7.5 Necesidad de mostrar información de las empresas

La empresa que desee efectuar una titulización de activos tendrá que mostrar sus estados financieros y explicar el negocio, sus perspectivas y posición en el mercado a las empresas clasificadoras de riesgo, a fin de obtener la clasificación de riesgo exigida por ley, cualquiera sea la forma en que intente conseguir el mismo⁴⁷.

En el Perú, una de las razones por las que el mercado de valores no está tan desarrollado es que gran número de empresas son familiares, por lo que en ellas puede existir una tendencia a no mostrar en forma abierta su información⁴⁸. Esta información, al hacerse pública, da a conocer la empresa a los inversionistas en el mercado, lo que podría mejorar las perspectivas para el futuro.

45. El fideicomiso de usufructo consistió en otorgar como garantías el usufructo de seis locales de las cadenas de tiendas Wong y Metro.

46. Ver entrevistas realizadas a Ramesh Agrawal (punto 2 del anexo 2.6)

47. Es necesario precisar que, el hecho de que una empresa tenga que mostrar información sobre su estado es consustancial al hecho que quiera recurrir al mercado de valores en busca de financiamiento. Sobre el tema ver entrevista realizada a Johanna Izquierdo (punto 4 del anexo 2.9).

48. El trabajo de Battacharya, Utpal y Ravikumar, B (2001), muestra que en economías con un bajo nivel de desarrollo de los mercados primarios de capitales, las empresas familiares son más grandes, duran más y tienen bajos ratios de inversión.



3. Perspectivas de desarrollo de la titulización en el Perú

3.1 Perspectivas generales

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.

Por lo expuesto, podemos decir que las posibilidades de titulización que se presentan en el Perú son innumerables. Sin embargo, el presente trabajo pretende estudiar una oportunidad de desarrollo concreta: la titulización de créditos hipotecarios. Hemos escogido esta oportunidad porque consideramos que es el ámbito en donde se puede implementar procesos de titulización de activos con mayor rapidez, como también por la importancia económica y social del sector vivienda.



En el Perú, salvo la titulización de la deuda soberana del Perú (Bonos Brady PDI) realizada en el año 2000¹, se han realizado procesos de titulización de activos relacionados a empresas privadas. Sin embargo, los costos fijos inherentes al proceso hacen difícil el acceso de esta fuente de financiamiento para muchas empresas.

El desarrollo de infraestructura es otro rubro en el que la titulización de activos podría tener un rol importante. El Perú tiene un déficit en infraestructura muy grande. Sin embargo, la coyuntura actual que vive el país, el reciente ingreso a un proceso de regionalización en el que todavía está en discusión las competencias que tendrán las diferentes entidades que conforman el Estado, impide pensar en el uso de la titulización de activos².

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.

El sistema financiero peruano se ha caracterizado, en los últimos años, por la falta de sujetos de crédito, un nivel de morosidad que llegó a niveles altos y un nivel de bancarización todavía reducido.

Por otro lado, las instituciones financieras dirigidos a financiar al nivel socioeconómico “C” han obtenido buenos resultados. Asimismo, existen estudios que nos demuestran que el capital acumulado en viviendas por los sectores informales es importante³ y que es factible el financiamiento del nivel socioeconómico “C” en el largo plazo⁴.

La idea propuesta 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

1. A través de esta operación se vendieron cupones de los Bonos Brady peruanos por separado. En agosto de 2000 se colocaron US\$ 70 millones y tres meses después US\$ 30 millones.

2. Como ejemplo de procesos de titulizaciones con el fin de financiar proyectos de infraestructura podemos mencionar el caso de la carretera de Tribasa en México y el del Eurotúnel (Finnerty, 1998: cap 12 y 14).

3. De Soto (2000: 55) afirma que este capital muerto llega en el Perú a la suma de US\$ 74.200 millones. Debemos tener en cuenta la propensión de los sectores de bajos ingresos a invertir sus excedentes en viviendas. (Alvarado, 2001: 247).

4. Albújar Cruz y otros (2000) realizaron un estudio en el que, utilizando la metodología Monte Carlo, sostienen que es viable el financiamiento del nivel socioeconómico “C” en el Perú en el largo plazo.



permitiría también efectuar colocaciones en el largo plazo, reduciendo de esta forma el riesgo de calce⁵.

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 estas⁶.

La propuesta consistiría en crear un nuevo fondo en el cual se titulicen los créditos que coloquen las instituciones financieras dirigidas al financiamiento del nivel socioeconómico “C”. Con esto se lograría un mayor efecto multiplicador con el fondo.

Al respecto, existen iniciativas 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 COFIDE⁷. 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 PYMEs⁸.

Nuestra propuesta implicaría que se efectúe además una titulización de activos sobre los créditos efectuados por las entidades especializadas. Para ello, habría que crear los mecanismos que aseguren que los servidores destinarán los cobros del crédito a un fondo especial que asegure el pago de los bonos de titulización.

5. Sobre el tema de riesgo de calce en estas entidades (Potocarrero, 1999: 28 y 116).

6. Por ejemplo, COFIDE tiene fondos del Kreditansalt für Wiederaufbau KfW, de Alemania, destinado a las Instituciones Financieras Especializadas en la Micro y Pequeña Empresa, con plazos de amortización de ocho a diez años y un periodo de gracia no menor a cinco años. Fuente: Plazos y Fuentes de Financiamiento – COFIDE. Asimismo, es necesario resaltar el programa Micrédito Habitacional con un monto de US\$ 10 millones que ayudará a financiar el 100% del crédito requerido, donde el máximo de cada crédito es de US\$ 5 mil. Se estima que el costo final de estos créditos para los consumidores fluctuará entre el 12% y 13% en dólares. Según noticia publicada en el Diario El Peruano, Economía, pág. 16. Lima 5 de diciembre de 2002.

7. Conforme lo manifestó la Viceministra de Promoción y Desarrollo del Ministerio de Trabajo y Promoción Social, Carmen Vildoso, este fondo contaría con un monto de 68 millones de soles a través del apoyo de la Unión Europea. Diario El Peruano, Economía, pág. 23. Lima 2 de abril de 2002.

8. Creado por Decreto de Urgencia N° 050-2002, de fecha 2 de Octubre de 2002, publicado al día siguiente.

3.2 La titulización de créditos hipotecarios para vivienda en el Perú

3.2.1 Situación de la vivienda en el Perú

En el Perú ha existido un déficit de viviendas durante muchos años y tradicionalmente las viviendas construidas han estado dirigidas a los niveles socioeconómicos altos (A y B). Por esta razón, a pesar de existir una demanda insatisfecha de viviendas, no se han podido vender todas las comercializables (Ver cuadro 3.1.)

El número de viviendas no vendidas durante el período 1996 al 2000 fluctúa entre el 60% y el 79% de las viviendas comercializables⁹. Por otro lado, el número de viviendas auto-construidas representan del 33% al 39% de las viviendas construidas, en el mismo período.

Cuadro 3.1

Flujo anual de viviendas en Lima Metropolitana

(en unidades)

Viviendas	1996	1997	1998	1999	2000
Construidas (A)	10.57	12.114	14.876	10.512	11.91
Autoconstrucción (B)	3.328	4.743	5.738	4.073	4.320
Comercializables (C) = (A) - (B)	6.829	7.371	9.138	6.439	6.871
Vendidas (D)	2.721	1.535	1.877	1.441	1.605
Ratios (%)					
B/A	33%	39%	39%	39%	39%
D/C	40%	21%	21%	22%	23%

Fuente: INEI

Elaboración: Roca, Santiago et al (2001: 397).

Existe un gran porcentaje de viviendas comercializables sin vender. Además, el porcentaje de viviendas auto-construidas es alto con relación al número de viviendas construidas; lo que indica que, hasta el año 2001, ha existido en el Perú una oferta de viviendas que no se ha adecuado a la demanda.¹⁰ Este exceso constante de viviendas comercializables ha generado un número de

9. Estos porcentajes se obtienen de restar, al 100% de las viviendas comercializables, el ratio D/C del cuadro 3.1.

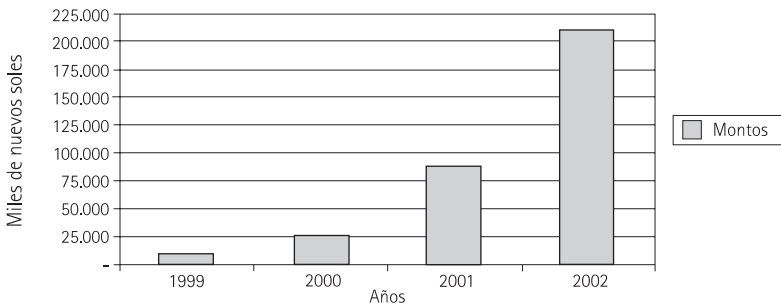
10. Posiblemente habría un exceso de oferta en los niveles socioeconómicos A y B, y una falta de oferta en los niveles C y D.



viviendas y departamentos no vendidos cuyo valor se estimaba, a enero de 2002 en 400 millones de dólares (Roca, 2001: 397).

Los últimos datos del Programa Mivivienda¹¹, a diciembre del 2002, parecen indicar que la situación antes descrita está cambiando debido al crecimiento significativo de los créditos otorgados a través de este programa, tal como se puede apreciar en las figuras 3.1, 3.2 y 3.3.

Figura 3.1
Créditos hipotecarios otorgados desde el año 1999 al 2002
 (montos por año)



Fuente y elaboración: Programa Mivivienda. http://www.mivivienda.com.pe/des_men.html

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 ayude al crecimiento del país.

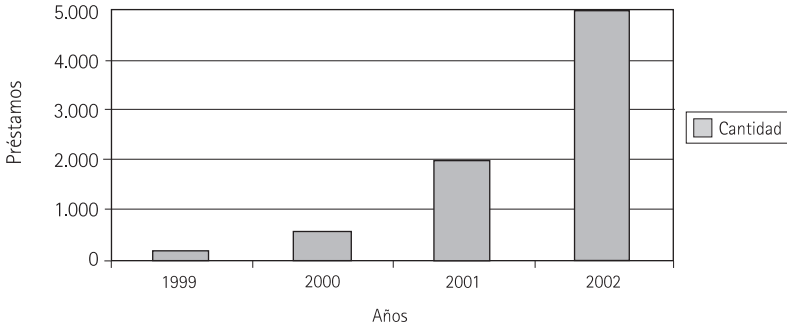
Por otro lado, la competencia generada entre las constructoras que venden sus inmuebles a través del Programa Mivivienda ha originado que el promedio del precio de las edificaciones, ofrecidas a través de este programa, se reduzca cerca del 20% durante el año 2002.¹²

11. 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/quees.html>.

12. Información proporcionada por René Cornejo, Director Ejecutivo del Programa Mivivienda, según información publicada en el diario *El Peruano*, Economía, pág 16. Lima, 29 de noviembre de 2002.

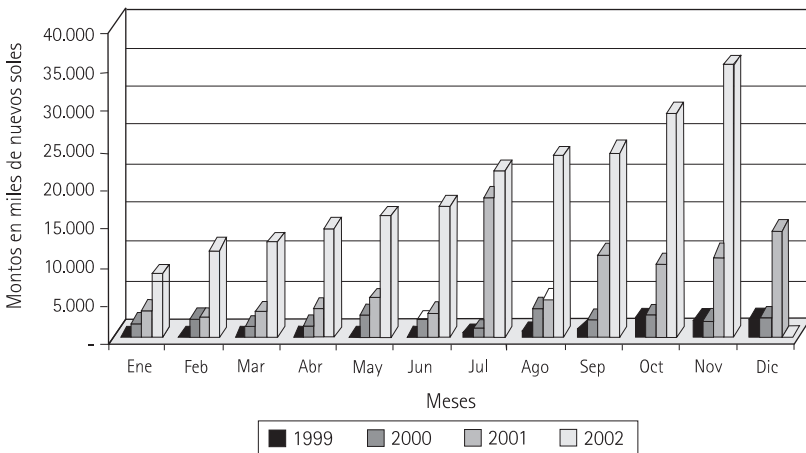


Figura 3.2
Créditos hipotecarios otorgados desde el año 1999 al 2002
(préstamo por año)



Fuente y elaboración: Programa Mivivienda. http://www.mivivienda.com.pe/des_men.html

Figura 3.3
Créditos hipotecarios otorgados desde el año 1999 al 2002
(montos por mes / año)



Fuente y elaboración: Programa Mivivienda. http://www.mivivienda.com.pe/des_men.html



3.2.2 Propuesta de titulización de créditos hipotecarios.

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.

Crédito a largo plazo. En la mayoría de los casos, el crédito que se obtiene a fin de financiar la adquisición de una vivienda es de largo plazo. Las personas no compran normalmente una casa con los ingresos de uno o dos años, sino con los de varios años, pues es una de las adquisiciones más importantes que hacen. Actualmente en el Perú, es posible obtener créditos a diez o quince años, por lo que se contaría con una serie de pagos continuos, durante este período, que pueden ser agrupados con el fin de efectuar un proceso de titulización.

Probable menor nivel de morosidad. Es posible que los niveles de morosidad que tienen los créditos hipotecarios sean 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 titular 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 titulización de activos.

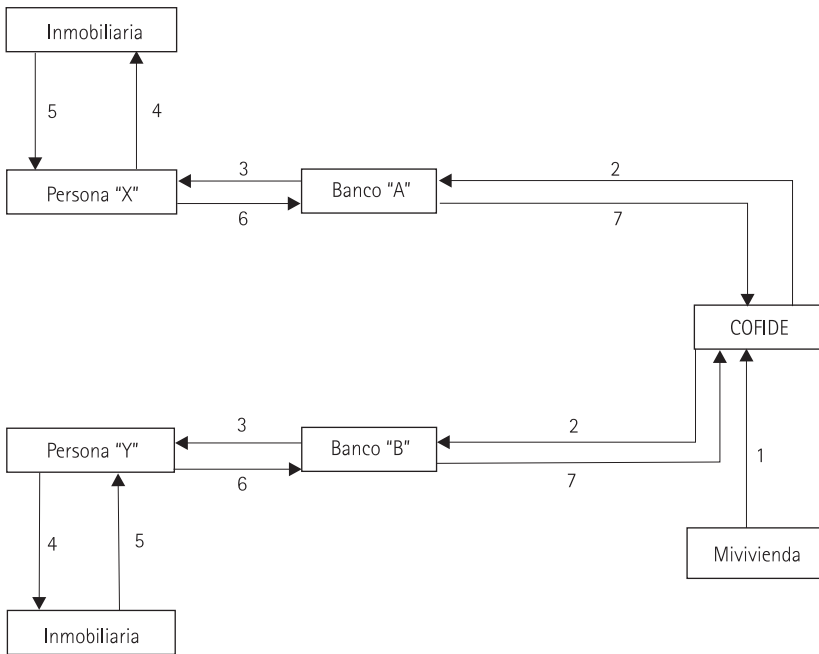
Una posibilidad por estudiar sería usar junto a la titulización de estos créditos la figura del fideicomiso, con el fin de que una empresa fiduciaria tenga el dominio fiduciario de los inmuebles hasta que se cumpla el pago del crédito; lo que podría disminuir la morosidad. Sin embargo, habría que tener en cuenta la idiosincrasia de la población, pues probablemente no se sentiría muy a gusto si no se siente “propietaria” de su casa.

Un beneficio especial que tendría la titulización de créditos hipotecarios, es que permitiría potenciar más la construcción de viviendas para sectores de la población que no han tenido acceso a ella; aumentando el efecto multiplicador del aporte que ha efectuado el Estado a través del Programa Mivivienda.



En la actualidad el programa funciona como se muestra en la figura 3.4:

Figura 3.4
Funcionamiento del Programa Mivivienda



Elaboración propia

Reseña:

1. El Programa Mivivienda constituye un fondo en COFIDE para financiar la adquisición de viviendas cuyo precio no sea mayor a 35 UITs.
2. COFIDE pone a disposición de los bancos los fondos recibidos. Cada vez que estos bancos emitan un crédito, informarán a COFIDE con el fin de que efectúe la transferencia de fondos.



- 3 y 4. El banco que otorgó el crédito a una persona determinada transferirá el dinero a esta para que pague a la inmobiliaria. En la práctica, el desembolso lo efectúa el banco directamente a la inmobiliaria.
5. Una vez pagado el precio del inmueble, la inmobiliaria transferirá la propiedad del mismo a quien solicitó el crédito.
6. El nuevo propietario del inmueble tendrá que pagar mensualmente una cuota que incluirá amortización del capital e intereses.
7. Conforme se paguen los créditos, los bancos deberán transferir al fondo que administra COFIDE el dinero recibido, descontando el diferencial entre la tasa a la que colocaron el capital y la tasa a la que recibieron los recursos de COFIDE.

De esta manera, el Programa Mivivienda aporta el capital necesario para dar el crédito destinado a la adquisición de una vivienda. Por el momento, el fondo de US\$ 600 millones proporcionado por el Estado para el programa es suficiente; sin embargo, ¿qué pasará cuando este fondo se termine? Normalmente habría que esperar a que se paguen las hipotecas con el fin de liberar los fondos de Mivivienda o que el Estado aumente el aporte al fondo. Con la titulización 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 titulización que serían adquiridos por inversionistas privados¹³. Esta liquidez podría ser utilizada a su vez para financiar un mayor número de créditos para vivienda¹⁴.

Se propone que el Programa Mivivienda efectúe procesos de titulización de activos sobre los créditos otorgados por varios bancos, con el fin de que la emisión de bonos sea por un monto mayor y se permita diluir con mayor facilidad los costos de la estructuración.

El esquema de la titulización de activos de los créditos del Programa Mivivienda que se propone se muestra en la figura 3.5.

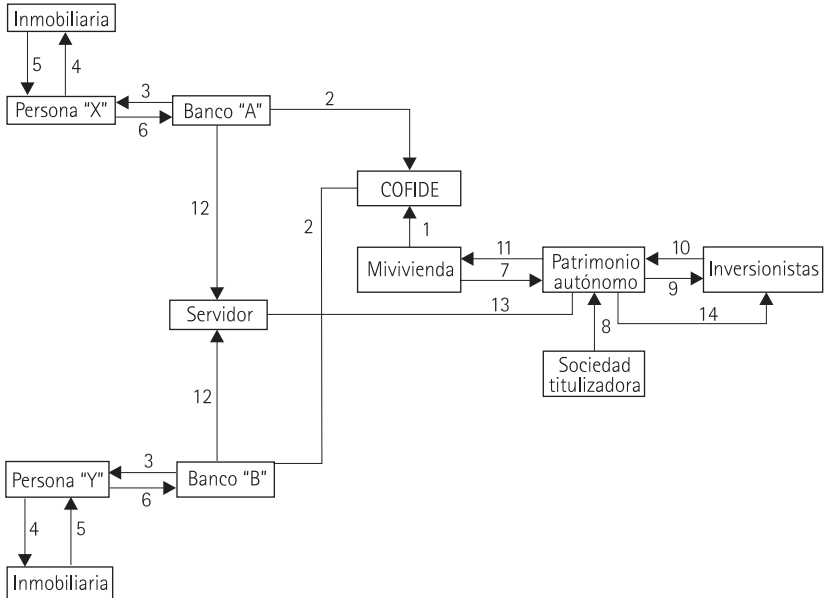
13. Serrato, Jennifer y otros (2001) tratan el tema de titulización de créditos hipotecarios y la posibilidad de emitir bonos en mercados internacionales.

14. En este orden de ideas, el Director Ejecutivo del Programa Mivivienda 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 titulización que se efectúen. Según información publicada en el diario "El Peruano", Economía, pág. 15. Lima, 9 de noviembre de 2003. Conforme a esta información, se efectuaría la primera operación de titulización de activos en el año 2003.



Figura 3.5

Esquema propuesto de titulación de activos de los créditos del Programa Mivivienda



Elaboración propia

Reseña:

- 1 al 6. Hasta este punto el esquema es igual al mostrado en la figura 4 de la pág. 70.
7. El Fondo Mivivienda transferiría parte de los créditos que ha otorgado, a través de los bancos, a un patrimonio autónomo. En este punto es necesario resaltar que los contratos los firman las personas que solicitan un crédito con el banco. Sin embargo, nada impide que el Programa Mivivienda transfiera al patrimonio autónomo los flujos futuros que obtiene cuando los bancos entreguen a COFIDE los pagos que reciben (flecha 7 de la figura 4).
8. Este patrimonio autónomo estaría sujeto al dominio fiduciario de la sociedad titulizadora.
9. Contra el patrimonio autónomo se emitirán bonos de titulación que se entregarán a los inversionistas (fideicomisarios).
10. Los inversionistas entregarán a cambio de estos valores dinero en efectivo.



11. La sociedad tituladora entregará el dinero recibido de los inversionistas del patrimonio fideicometido al Programa Mivivienda (originador), descontando antes sus honorarios y otros gastos en los que se incurran.
12. En este punto, en lugar de que los bancos transfieran a COFIDE las cobranzas de los créditos (como sucedía en el primer esquema, en el que no existía un proceso de titulación), entregarían este dinero al servidor, entidad encargada de recabar el dinero. En el diagrama presentado, se plantea que el servidor sea una persona diferente a COFIDE; sin embargo, podría considerarse que esta entidad a su vez sea servidor de los procesos de titulación.
13. El servidor transferiría al patrimonio fideicometido los fondos recabados de los bancos.
14. Por último, del patrimonio fideicometido la sociedad tituladora transferiría los fondos necesarios para pagar los bonos de titulación.

Debemos resaltar la importancia de estructurar la titulación dando las mayores seguridades a los inversionistas, para que los bonos emitidos obtengan una buena calificación de riesgo. Al respecto, consideramos que se pueden constituir cuentas de garantía con el fin de asegurar el pago de los bonos de titulación y de esta forma asegurar una buena clasificación de riesgo para los mismos.

La propuesta que se presenta es un esquema de titulación de los créditos hipotecarios en los que interviene Mivivienda como originador. Sin embargo, teniendo en cuenta la normatividad que regula a los intermediarios financieros, habría que examinar la posibilidad que un banco (o grupo de bancos) actúe como originador en un proceso de titulación de esta naturaleza.

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 países¹⁵.

15. Por ejemplo, sería interesante estudiar 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 House Loan Mortgage Association (Freddie Mac) ascendían a más de US\$ 1,28 billones. Además, se tiene a la Government National Mortgage Association (Ginnie Mae) dirigida a garantizar las hipotecas de sectores de bajos recursos. Sobre el tema y fuente: <http://www.titularizadora.com/latitularizacion.asp>; <http://www.buenosaires2010.org.ar/estudios/Social/contenidos/VIVIENDA/Univ%20Torcuato%20Di%20Tella/8%20FINANCIERO.pdf>



Por último, es necesario precisar que, el sistema de titulización que se diseñe debería presentar, entre otras, las siguientes características:

Uniformización de contratos de crédito hipotecario. 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 grupo¹⁶. Un ejemplo de los problemas que se pudieran presentar sería el de las condiciones del prepago o amortización adelantada del crédito. Podrían existir contratos que apliquen una penalidad, otros que solo lo permitan luego de transcurrido cierto tiempo y algunos que solo permitan una amortización adelantada que no sea menor a un porcentaje del saldo pendiente de pago.

Si bien hay avances en la uniformización de los contratos de crédito, sería conveniente que los programas de promoción de vivienda del Estado establezcan un formato estándar de contrato de crédito hipotecario que facilite el proceso de titulización.

Estandarización de instituciones legales con el fin de reducir los costos de transacción

No solo es importante estandarizar los contratos de crédito. También existen otras instituciones legales deberían uniformizar con el fin de reducir los costos de transacción de los créditos y, por consiguiente, los costos de los procesos de titulización.

Uno de los costos que podrían ser reducidos es el de los notarios. Actualmente, para inscribir un crédito en los Registros Públicos es necesario que se vaya ante un abogado que elabore la minuta, luego ante un notario para firmar una escritura pública y de ahí se envíe una copia de esta (a la que se le denomina «partes») a los Registros Públicos, para efectuar la inscripción del crédito hipotecario. Este sistema impera en nuestro país desde hace siglos, pues es propio de la familia romano-germánica a la que pertenece el sistema jurídico peruano.

El sistema de notarías que tenemos en el Perú otorga seguridad jurídica a las transacciones. Sin embargo, esta seguridad también se puede lograr cuando se

16. Ver entrevistas realizadas a Paul Castritius (punto 2 del anexo 2.5.) y a Guicela Melgarejo (punto 4 del anexo 2.7.).



suprime la participación de los notarios en la celebración de contratos de crédito hipotecarios que van a ser materia de titularización, para establecer formas alternas a un menor costo. Un ejemplo de lo expuesto es el Registro Predial Urbano, en el que se pueden inscribir actos, si estos solo son aprobados por un abogado, suprimiendo de esta forma la participación de los notarios. Con ello no queremos decir que el sistema de Registro Predial Urbano sea el ideal, sino que se deben buscar formas que ofrezcan seguridad jurídica abaratando los costos de transacción.

Debemos recordar que la titulización 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 tiendas¹⁷. Un caso de posible estandarización es la institución de los poderes. Si una persona compra un inmueble para darle un uso comercial, lo común sería que haya constituido una persona jurídica (sociedad anónima, sociedad de responsabilidad limitada o empresa individual de responsabilidad limitada), que realice el negocio. Cuando esta persona jurídica decida adquirir un inmueble con un crédito, irá a un banco donde presentará los documentos solicitados. El banco enviará parte de los documentos a su área legal, con el fin de que estudie los poderes y vea si los mismos son suficientes para efectuar la transacción. En el supuesto de que esta área considerara que los poderes no son suficientes, sería necesario que el representante de la persona jurídica vaya donde un abogado, luego ante un notario y, por último, se envíen los partes a los Registros Públicos, con el fin de inscribir la modificación y/o ampliación de poderes.

Los trámites mencionados generan costos que podrían ser eliminados, si las instituciones financieras aprobasen un formato uniforme de las facultades que debe tener el representante de una persona jurídica, para de celebrar contratos con ellas. Se estima que las instituciones financieras apoyarían esta uniformización, toda vez que el valor que añade esta actividad a la operación de crédito (seguridad de que el representante de la persona jurídica tiene facultades para actuar en nombre de la sociedad) bien pueda ser conseguido con la estandarización propuesta.

17. En este caso no podría participar el Programa Mivivienda, toda vez que el mismo está destinado exclusivamente a la adquisición de viviendas.



En resumen, si bien se cree que existen favorables perspectivas en la titulización de créditos hipotecarios, aún queda pendiente el análisis de los procesos necesarios, para que el proceso de titulización que se aplique respete todas las exigencias legales y se consiga el objetivo de potenciar los fondos disponibles.



4. Conclusiones y recomendaciones

1. La titulización de activos presenta varias ventajas. Sin embargo, no debe olvidarse que es un instrumento de deuda, y como tal debe manejarse con mesura.
2. La titulización es una forma importante de captar fondos que presenta las ventajas siguientes al permitir:
 - a. La reestructuración financiera, consiguiendo financiamientos a largo plazo.
 - b. Financiar inversiones con financiamiento a largo plazo. Se debe tener en cuenta que se aumentará al apalancamiento financiero si simultáneamente no se aumenta el patrimonio.
 - c. Lograr mejores tasas de interés en comparación de una emisión de bonos corporativos, al ofrecerse al mercado un valor con una mejor clasificación de riesgo.
 - d. Obtener una tasa menor que la tasa activa cobrada por los intermediarios financieros.
 - e. Obtener fondos titulizando flujos futuros de caja sin comprometer directamente los activos existentes. Hay que considerar que con ello se compromete parte de los flujos futuros de caja que la empresa puede generar.
3. La titulización puede ser especialmente importante para empresas que desean ingresar al mercado de valores por primera vez. Les permite ofrecer un bono (de titulización) de mejor clasificación de riesgo que los bonos corporativos y, por lo tanto, obtener una menor tasa de interés. Así mismo les permite darse a conocer a los inversionistas.



4. Existe una demanda potencial por títulos con adecuada clasificación de riesgo que no es cubierta con la oferta presente, lo que facilitaría la colocación de emisiones en el futuro.
5. El desarrollo de la titulización ayuda a dinamizar el mercado de valores, con el consiguiente beneficio para la economía nacional.
6. En periodos anteriores a sus procesos de titulización de activos, los originadores de los procesos estudiados se financiaban mayoritariamente con recursos de corto plazo.
7. Las titulizaciones realizadas han sido en general exitosas al permitir a los originadores revertir la situación descrita en la conclusión anterior. Han reestructurado sus pasivos habiendo reemplazando fuentes de financiamiento de corto plazo por deuda de largo plazo.
8. A fin de obtener la ventaja mencionada en la conclusión anterior, en los casos de Quimpac S.A. y tiendas E. Wong & Hipermercados Metro los procesos de titulización de activos se han estructurado de tal forma que se ofrecería como garantía del cumplimiento del pago de los bonos el *core business* del negocio.
9. La titulización es utilizable en diferentes sectores. En el Perú podría usarse para financiar obras de infraestructura y para financiar a pequeñas empresas mediante un mecanismo de banca de segundo piso. Un estudio y diseño del sistema a aplicar sería recomendable.
10. Se ha presentado un esbozo del sistema que podría operar para la titulización de activos de los créditos hipotecarios del Programa Mivivienda. Sería conveniente debatir el tema, con el fin de desarrollar un sistema que permita su implementación.
11. Parte de los temas a debatir es la necesidad de uniformizar ciertas instituciones legales a fin de reducir los costos de transacción. Entre otras, debería analizarse la posibilidad de uniformizar los contratos de créditos hipotecarios, los poderes de representación de las personas jurídicas y la participación de los notarios en los contratos que serían materia de procesos de titulización.



12. Se debería modificar el Impuesto de Alcabala con el fin de exonerar del mismo a las transferencias de inmuebles que se efectúen para constituir un patrimonio fideicometido, si se tratase de los fideicomisos de titulación a que se refiere el Decreto Legislativo Nro. 861; siempre que estos bienes regresen a propiedad del fideicomitente u originador, al extinguirse la vigencia del patrimonio fideicometido. Se seguiría así la misma lógica que se aplica en el Impuesto General a las Ventas y en el Impuesto a la Renta, en los que se considera inafectas a estas transferencias.
13. El cambio introducido por la Ley 27804 al Impuesto a la Renta incentiva los procesos de titulación de activos. Así, establece que, a partir del año 2003, los patrimonios fideicometidos no se consideran contribuyentes del Impuesto a la Renta. Adicionalmente, los originadores o fideicomitentes no considerarán en sus activos los bienes y/o derechos transferidos con el fin de constituir los patrimonios fideicometidos, por lo que los mismos no serán tomados en cuenta para efectos del anticipo adicional del Impuesto a la Renta.
14. Sería necesario precisar y modificar la Ley de Impuesto a la Renta, con el fin de señalar que se encuentran inafectas a este impuesto los resultados de las transferencias de bienes o derechos destinadas a modificar un patrimonio fideicometido, siempre que se establezca que los mismos retornarán al originador una vez que se extinga.



Anexos

1. Balance general del fondo de pensiones por AFP Al 30 de noviembre de 2002 (en miles de nuevos soles)

Activos	Horizonte	Integra	Profuturo	Unión Vida	Total SPP
CAJA Y BANCOS	6.922	12.856	6.865	11.498	38.141
CUENTAS POR COBRAR	32.484	3.728	8.075	5.787	50.074
INVERSIONES	3.931.236	4.931.693	2.381.963	4.230.595	15.475.487
INVERSIONES LOCALES	3.648.630	4.585.887	2.211.577	3.918.826	14.364.921
Gobierno	598.364	563.595	358.156	477.958	1.998.074
Certificados del BCRP	54.858	39.685	105.663	296.088	496.294
Bonos del Gobierno Central	482.708	450.470	223.399	133.009	1'289.586
Bonos Brady	60.798	73.441	29.094	48.860	212.194
Sistema financiero	1.455.928	2.059.106	881.423	1.861.186	6.257.643
Certificados y depósitos a plazo	879.511	1.308.038	536.349	1.194.328	3.918.227
Bonos de arrendamiento financiero	164.299	194.202	75.195	259.332	693.028
Bonos subordinados	34.046	150.997	43.962	63.217	292.221
Otros bonos sector financiero	93.489	69.737	53.005	29.595	245.826
Letras hipotecarias	548	170	108	2.603	3.429
Bonos hipotecarios	-	-	-	11.938	11.938
Acciones y valores representativos sobre acciones	284.035	335.963	172.804	300.173	1.092.975
Empresas no financieras	1.551.083	1.825.660	862.753	1.501.623	5.741.119
Papeles comerciales	38.016	38.091	91.366	56.301	223.774
Bonos de empresas no financieras	520.992	601.913	227.475	431.342	1'781.721
Bonos para nuevos proyectos	29.708	34.487	18.605	6.954	89.754
Acciones y valores representativos sobre acciones	962.367	1.151.169	525.307	1.007.026	3.645.869
Fondos de inversión	7.184	44.504	36.474	33.307	121.468
Cuotas de fondos de inversión	7.184	40.763	32.961	33.307	114.214
Bonos de fondos de inversión	-	3.741	3.513	-	7.254
Sociedades tituladoras	36.071	93.022	72.772	44.752	246.616
Bonos de titulización	36.071	93.022	72.772	44.752	246.616
INVERSIONES EN EL EXTERIOR	282.606	345.806	170.385	311.769	1.110.566
Gobierno	63.942	74.430	82.411	136.523	357.306
Títulos de deuda	63.942	74.430	82.411	136.523	357.306
Sistema financiero	4.833	20.013	-	-	24.846
Bonos de agencias	-	20.013	-	-	20.013
Acciones y valores representativos sobre acciones	4.833	-	-	-	4.833
Empresas no financieras	-	5.776	-	-	5.776
Acciones y valores representativos sobre acciones	-	5.776	-	-	5.776
Administradoras de fondos	213.831	245.587	87.974	175.246	722.638
Fondos mutuos	213.831	245.587	87.974	175.246	722.638
TOTAL ACTIVO	3.970.642	4.948.277	2.396.903	4.247.880	15.563.702
PASIVO Y PATRIMONIO					
Cuentas por pagar	23.533	8.574	17.240	20.874	70.221
Encaje mantenimiento	36.980	47.483	22.178	40.081	146.722
TOTAL PASIVO	60.513	56.057	39.418	60.955	216.943
Cuentas individuales de capitalización	3.910.129	4.892.220	2.357.485	4.186.925	15.346.759
TOTAL PATRIMONIO	3.910.129	4.892.220	2.357.485	4.186.925	15.346.759
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3.970.642	4.948.277	2.396.903	4.247.880	15.563.702

Fuente: <http://www.sbs.gob.pe/> "Estadísticas del Sistema privado de pensiones". Noviembre 2002.



2. Entrevistas realizadas

2.1 Jorge Luis de los Heros y Andrés Milla

Realizada el 26 de agosto de 2002

- Jorge Luis de los Heros
Mercado de Capitales Fideicomiso. Banco de Crédito
- Andrés Milla C.
Finanzas Corporativas. Banco de Crédito

1. Sobre el esquema de la titulización de “Edificios San Isidro”

La titulización de Edificios San Isidro fue una de las primeras en el Perú y responde al esquema clásico de este proceso. Lo que se tiene es un activo de larga realización que se alquiló a empresas. Esta operación le reportaba al dueño (Alicorp) ciertos beneficios económicos pero de larga realización.

En esa época (1998) la empresa necesitaba liquidez. Existía un esquema claro de realización de activos y el mercado peruano de edificios no se caracterizaba por ser muy líquido, por lo que se trató de utilizar el mercado de capitales para solucionar esa situación, mediante un proceso en el cual los flujos futuros de ese inmueble se pudieran traducir en liquidez a corto plazo.

2. Inconvenientes en el proceso

En un inicio hubieron inconvenientes con que el originador sea Creditítulos, ya que las normas de titulización no estaban muy desarrolladas. Justamente, el reglamento de inversiones de las AFPs en esa época les prohibía participar en emisiones de titulización en las que el originador era a su vez el fiduciario.

Por lo tanto, el bono de Edificios San Isidro no pudo ser colocado en las AFPs, sino en el resto del mercado; a pesar de que por el lado del riesgo, la clasificación fue bastante buena (AA).

3. Papel del Banco de Crédito como mejorador

El Banco de Crédito se constituyó en un mejorador importantísimo puesto que se comprometió a comprar los inmuebles en el supuesto que no se vendiesen.



4. Sobre las alternativas de financiamiento de Alicorp

Se analizaron varias alternativas y al final se obtuvo dos esquemas: el de titulización para reemplazar deuda de corto plazo a largo plazo y el de la deuda a mediano plazo con diferentes monedas. Ambos con características diferentes pero en términos de plazo y calce. La idea era tener un perfil de deuda controlado.

5. Sobre la predictibilidad de los flujos de caja

Es importante la predictibilidad de los flujos. Alicorp tenía estadísticas de los flujos diarios desde 1998 de cada una de las cuentas recaudadoras, que eran alrededor de cincuenta. Gracias a ello había una tendencia histórica con un alto grado de predictibilidad. Por lo tanto, se sabía que se iba a tener una cantidad de flujos importante pasando por esa cuenta, lo que implicaba un bajo riesgo.

6. Sobre los efectos de la titulización de activos en la empresa

Los bonos de titulización tuvieron en la empresa un impacto positivo clarísimo. Las tasas internacionales han estado bajando, pero no obstante, la reducción de tasas para la empresa fue mucho más marcada. En emisión de papeles de corto plazo, a noventa o ciento ochenta días, al inicio era del orden del 8,5% anual. Hoy día la empresa coloca alrededor 2,6%. Eso da una señal de que la percepción del mercado varió significativamente, justamente porque en el mercado lo que se percibía como un problema importante en el riesgo crediticio, era la concentración de vencimientos en el corto plazo.

Gracias en parte a la titulización, el programa de papeles comerciales ha seguido caminando extraordinariamente y, si se quieren colocar algunos otros tipos de valores en el mercado, las puertas están abiertas, no solo para titulización sino para otros instrumentos.

7. La titulización de activos y el mercado de valores peruano

La titulización es un medio que abrió aun más las puertas del mercado de capitales. Además de los impactos positivos en términos financieros, en el mercado se dio la labor de darse a conocer, de estar en el mercado, de hacer una venta de los valores a los inversionistas. Fruto de la crisis brasileña



muchas empresas salieron del mercado y ahora están otra vez dándose a conocer. Lo mejor es que en casi todos los casos los inversionistas se han dado cuenta, al comparar los EEFF antes y después de la titulización, de que hay una clara diferencia.

8. Límites a la titulización de activos

a) Una titulización de activos es recomendable cuando lo que se está transfiriendo al patrimonio autónomo es una fracción de las operaciones habituales. Es una parte importante, pero no crucial de lo que es el movimiento de la empresa.

De lo contrario, es posible que se llegue al absurdo de que una empresa, con un rating crediticio malo por sí sola ponga todos sus activos o todo lo mejor que tiene en el patrimonio autónomo y, que el rating del bono de titulización siga subiendo; pero finalmente, el riesgo de la empresa empeore.

Evidentemente, si se toma una cantidad de activos de una empresa, sacando todos los activos de buen rendimiento, entonces el originador se convierte en un vacío y no tendría un rating igual al que tenía antes sino uno peor. Por lo tanto, se llega al absurdo de que la titulización de activos podría empeorar el rating de una empresa, lo que es posible en la realidad. Es la exageración de la titulización.

b) El sistema financiero y muchos bancos son muy conservadores, al igual que los principales inversionistas, como las AFPs. Si se transfiere mucho de los mejores activos al patrimonio autónomo y se ponen en la titulización, lo que se va a generar es nerviosismo. Los bancos pensarían que están perdiendo prelación con respecto a los mejores activos, que cada vez están en una situación peor como acreedor y que, finalmente, tienen que bajar el financiamiento porque el riesgo es mayor.

9. Perspectivas de la titulización de activos en el Perú

a) En el sector público

Es una vía válida para financiarse, no solamente por tratarse de una reestructuración de pasivos, sino para invertir en infraestructura, donde existe un déficit



muy grande. Por ejemplo en carreteras, no sería necesario que el Estado avale pero sí que garantice un peaje mínimo a lo largo del tiempo.

b) Fondos para PYMES

En E.E.U.U. existen fondos para PYMES en los que entidades estatales otorgan seguros de crédito, absorbiendo algún nivel de pérdidas cuando estas se producen. Incluso en el ámbito local hay algo similar para las PYMES, que da una cobertura a las empresas financieras hasta cierto porcentaje de la cartera que tomen, de manera tal que el fondo absorbe las primeras pérdidas o un porcentaje determinado. Estos son esquemas que se pueden explorar.

10. Sobre el mercado de valores peruano

El problema es la excesiva segmentación del mercado de capitales, que además, fruto de la crisis económica, se ha vuelto muy conservador. Las decisiones no se toman desde el punto de vista de un administrador de portafolio, hallando la frontera óptima que maximiza el retorno sujeto a cierta volatilidad.

Me parece que el mercado se está viendo desde una óptica más bancaria, donde lo que se hace es aprobar líneas para los deudores y, mientras eso sea así, no se va a tener un mercado de capitales real. No está mal invertir en valores de muy alto nivel de riesgo, el asunto es simplemente qué porcentaje se asigna. Probablemente sería muy buen negocio que un mínimo porcentaje de una cartera gane por ejemplo un 100% de retorno en los valores más riesgosos.

Estamos en un proceso de aprendizaje en el cual el mercado nace con muy malas experiencias en el camino. La gente ha perdido dinero, por lo tanto, se va al otro extremo, con lo cual invierte solo en AAA y en fondos de corto plazo en los mejores bancos y esto definitivamente afecta a la rentabilidad.

Se debe llegar a un punto medio en el que se piense como un administrador de portafolios. El riesgo no es necesariamente malo, pero debe ser bien administrado.



Igualmente, se habla mucho sobre la participación de las PYMES. Eso es muy difícil de lograr; no obstante, estructuras de titulización u otras, pensadas no como deuda sino como participaciones de estos fondos, pueden funcionar.

Lo que se necesita en la pequeña empresa es capital más que deuda. Si hubieran esquemas en los cuales algún tipo de garantía o mejorador de otra índole se utilizaran para garantizar una rentabilidad mínima, se podría tener resultados interesantes. Ahí se tiene una base muy amplia de empresas que potencialmente son la semilla de las que van a estar en el mercado de capitales.

2.2 Mariela García de Fabbri

Realizada el 19 de Agosto de 2002

- Mariela García de Fabbri
Gerente de División Finanzas
Ferreyros S.A.A.

1. Sobre las razones de la titulización de Ferreyros

Por ser Ferreyros una empresa que vende bienes de capital, debe venderlos con financiamiento, ya sea directo o de terceros. A fines de la década de 1980 y principios de la de 1990 casi no existía financiamiento para bienes de capital para el sector construcción y, en los bancos pocos hablaban de mediano plazo. Ferreyros llenaba ese vacío financiando a sus clientes. Pero cuando financiaba a un cliente a tres años no tenía el correspondiente financiamiento a dicho plazo, ya que por lo general lo tenía a seis o doce meses.

A principios de la década de 1990 fue obteniendo un financiamiento de mediano plazo ya fuera de proveedores o del mercado de capitales. En 1994 emitió su primer bono corporativo. Sin embargo, a pesar de tener los plazos del activo y del pasivo calzados, le preocupaba el alto volumen de cuentas por cobrar que presionaba los niveles de activos y por consiguiente de pasivos. El portafolio de cuentas por cobrar llegó a los \$100 millones.

Por ello se comenzó a pensar en la titulización con la intención de lograr los siguientes objetivos:



- a) Bajar los activos y pasivos fue el objetivo principal. Adicionalmente, bajar el costo financiero porque el bono titulizado se estructuró de tal manera que obtuvo un ranking mucho mejor que el bono corporativo y así se obtuvo tasas menores en 3% o más.
- b) Llegar a una base de inversionistas mayor, al haberse logrado con la estructura de titulización un bono con mejor clasificación de riesgo (AAA) que con el bono corporativo. Las empresas de seguros requieren papeles de riesgo AAA o Categoría 1. La empresa es Categoría 2; con la estructura del bono de titulización se accedería a inversionistas que buscaban Categoría 1.

2. Análisis ex-post de la titulización

Se pretende seguir con la titulización como instrumento para financiar parte del portafolio de cuentas por cobrar pues los resultados fueron buenos, tanto para la empresa como para los inversionistas que buscan papeles de buen riesgo. Incluso, luego de la primera experiencia en que el bono fue amortizado mensualmente, las siguientes estructuras fueron canceladas en un 100% al vencimiento, sin amortizaciones, buscando ofrecer al mercado un papel más acorde con las necesidades de los inversionistas. La empresa tiene una vocación de participar en el mercado de capitales. Sin embargo, la titulización será una más de las fuentes de financiamiento de Ferreyros, ya que cuenta con muchas alternativas de financiamiento y se pretende mantener la diversificación.

No solo los bonos de titulización son clasificados, también es clasificado el riesgo corporativo ya sea para valores como la acción, como para valores como el bono corporativo y los papeles comerciales. Las clasificadoras siempre están mirando que la titulización no genere un aumento en el riesgo corporativo de la compañía. La titulización es un instrumento que ha satisfecho a la empresa y se debe seguir buscando en el mercado pero siempre con un límite. Hoy en día la empresa tiene 36 millones en titulización y no se prevé un incremento significativo.

3. Sobre el capital de trabajo de la empresa

La empresa siempre ha contado con diferentes alternativas de financiamiento para sus necesidades de capital de trabajo. En primer lugar siempre ha contado



con líneas, en especial de corto plazo para financiar importaciones y sus inventarios. A mediados de la década de 1990 muchas de estas líneas se ampliaron para mediano plazo y, en parte sustentaban el hecho de que la empresa que continúe financiando las ventas a sus clientes, al igual que cuente con emisiones de bonos corporativos.

La empresa intenta constantemente derivar el financiamiento de los clientes a terceras fuentes; sin embargo, siempre existirán clientes que sean financiados por Ferreyros. Es por ello que la empresa continuará, aunque en menor escala, requiriendo alternativas para financiar las cuentas por cobrar.

Esta necesidad de mediano plazo la tienen muchos de los distribuidores de bienes de capital. Cuando se vende bienes de capital existe una serie de factores que intervienen en la decisión del cliente. Si bien el financiamiento no es el único es muy importante.

4. Sobre la perspectiva de titulización de flujos futuros

Para titularizar flujos futuros es necesario contar con la certeza de que los flujos se darán a lo largo del tiempo, ya sea porque se está en un negocio muy estable, que no es mayormente afectado por el ciclo económico o porque se cuenta con contratos fijos en el tiempo. La empresa no considera por el momento entrar en una titulización de flujos futuros.

5. Efecto de la titulización de activos en otras emisiones

Ayudó a ampliar la base de inversionistas que al ver un papel de Categoría 1 se mostraron interesados y tuvieron entonces contacto con la empresa. Estos inversionistas han tenido una buena experiencia con un papel relacionado a Ferreyros y es probable que cuando esta emita un papel corporativo le presten interés.

6. Respuesta del mercado de valores

Se hicieron reuniones explicando el instrumento. Mucho ayudó el tener una cartera bien diversificada: por sector económico, por zona geográfica, por montos. La estructura en general era bastante cómoda para el inversionista. Existieron colaterales que cubrían cualquier estimado de pérdidas por una mala efecti-



vidad de la cartera, como también mecanismos para dotar de un flujo de ingresos relativamente estable que permitiera el pago de los intereses del bono. Finalmente, dado que se trataba de la primera titulización, el hecho de que fuera un bono amortizable jugó un papel importante en la credibilidad del papel. Esta característica sirvió para la venta de un instrumento nuevo; sin embargo, no era ideal para la empresa, pues afectaba la duración del papel y por lo tanto su costo por el menor tiempo en que se diluían los costos fijos. De la misma manera, para el inversionista tampoco era la ideal, pues aumentaba el riesgo de recolocación de fondos. Es por ello que esta condición se fue modificando en las siguientes emisiones; sin embargo, jugó un rol importante en su momento.

7. Sobre las garantías que la empresa recibe

Una característica muy importante que presenta el portafolio de Ferreyros es que está garantizado por los mismos bienes que vende la empresa o por garantías adicionales en la forma de prendas.

Si bien es conocido en el sistema financiero que la ejecución de garantías a veces toma tiempo, en la mayoría de los casos la empresa cuenta con el Registro Fiscal de Ventas a Plazos que es una retención de dominio de muy rápida ejecución.

8. Problemas en los procesos de titulización

- a) El principal problema fue crear una base de datos y organizar todos los sistemas para la necesidad de información que se iba a generar. La gente del área de cobranzas tuvo que trabajar mucho en sus reportes, en su sistema, crear información hacia atrás con estadísticas de morosidad, provisiones y castigos. Se tuvo que modificar todo, ir a contabilidad y armar información. Esa fue una de las dificultades más importantes.
- b) Este instrumento fue un concepto fácil de vender, una pieza fundamental fue salir con el Citibank. Los inversionistas cuando analizan un papel no solo se fijan en el emisor o en los activos subyacentes, como es el caso de una titulización, sino también se fijan en el estructurador, en qué resultados han tenido sus anteriores emisiones y en cuánta experiencia tienen en operaciones estructuradas.



- c) Para las clasificadoras también fue algo nuevo. Felizmente algunas contaban con un socio afuera y pudieron tomar esa metodología.

9. Sugerencias para optimizar los procesos de titulización de activos

Hay muchos costos en el estructurador, el fideicomiso, la auditoría y la clasificadora. Aparentemente no se puede obviar ninguno de los controles pero quizás puedan fusionarse bajo un mismo ente.

2.3 José Manuel Peschiera R. y César Moreno Q.

Realizada el 9 de septiembre de 2002

Personas entrevistadas:

- José Manuel Peschiera R.
- César Moreno Q.

Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A.

1. Sobre la estructuración de Edificios San Isidro

Creditítulos tuvo un préstamo para la adquisición de los edificios cuyo propietario era Alicorp. De este modo, compró los inmuebles y después se convirtió en el originador. Este proceso funcionó como un puente porque en realidad los aspectos financieros de Alicorp implicaban la necesidad de esos ingresos a una determinada fecha. Al no poderse dar esta situación debido a atrasos en el proceso de titulización, intervino Creditítulos adquiriendo los activos y tomando la posición de originador.

2. ¿Cómo nace Creditítulos?

Creditítulos nace como consecuencia de un estudio de factibilidad realizado, en su momento por el Banco de Crédito, con relación a la posibilidad de contar con la titulizadora. Ese estudio de factibilidad dio positivo y se crea Creditítulos. Esta es una empresa 100% parte del Banco de Crédito, es decir, una subsidiaria del banco y su primera operación fue la referente a Edificios San Isidro.



3. ¿Qué obstáculos tuvieron?

En un primer momento, la ignorancia, porque la idea del dominio fiduciario fue y sigue siendo una situación bastante particular. De hecho se pueden haber cometido una serie de errores al inicio, sobretodo en la parte tributaria. Con relación a lo que es la titulización de Edificios San Isidro no estaba absolutamente claro lo referente a la existencia de la Alcabala en estas operaciones. En la actualidad, hay más certeza de que no existe una Alcabala por la cual tributar.

4. Motivos de la titulización de Edificios San Isidro

En este caso Alicorp necesitaba el capital que supuso la emisión y su mejor forma de financiamiento, en ese momento, era a través de la titulización de los edificios. El Banco de Crédito tiene la calidad de mejorador en esta estructura, ya que garantiza parte de los intereses así como la recompra de los edificios en caso no se encuentre un comprador. Esta titulización no hubiera alcanzado la clasificación de riesgo que obtuvo sino existieran mejoradores.

Si este fuese un mercado mucho más maduro la situación sería diferente. Por ejemplo, en Estados Unidos de Norteamérica esto se hace constantemente porque existe la certeza que en su mercado habrá un comprador, es decir, nadie duda que alguien lo va a adquirir y, en todo caso, hay un tipo de seguro que no por mucho dinero garantiza la contingencia de la compra del inmueble. El caso peruano es diferente.

5. Razones en la titulización de Edificios San Isidro para que Alicorp no fuera el originador

En realidad era más sencillo que Alicorp fuera originador pero hubo una serie de demoras que impidieron que ello se llevara a cabo. Si bien la Ley del Mercado de Valores había sido promulgada, el reglamento aún no había sido publicado. Ello supuso la compra de los activos por parte de Creditítulos.



6. Diferencias entre los procesos de titulización de Edificios San Isidro y de flujos futuros Alicorp

La titulización de flujos de Alicorp es un “avión” *per se*. La titulización de edificios de Alicorp es un “avión” por las mejoras existentes en la estructura.

Mientras que Edificios San Isidro es como administrar una casa (impuesto predial, arbitrios, alquileres, etc.). En la titulización de flujos futuros de Alicorp, todos los días ingresa efectivo a las diecinueve cuentas recaudadoras y se hace la retención que tiene que hacerse y se libera el exceso. Es decir, es mucho más complicada la administración de inmuebles que la de flujos.

La titulización de flujos de Alicorp es un “avión” porque además está “sobrecolateralizada”. Es importante el flujo de dinero que entra en las cuentas de la titulización diariamente.

7. Sobre las titulizaciones sobre flujos futuro

El mercado puede orientarse hacia la titulización de flujos futuros. Sin embargo, parte de este mercado no efectúa titulizaciones en el Perú, sino que más bien lo hace en el extranjero. La razón principal es que en muchos de esos casos las estructuras de las titulizaciones logran el aislamiento o la eliminación del riesgo país. Eso tiene un efecto directo en la tasa de interés, contra lo cual los procesos de titulización locales no pueden competir.

8. Posibles mejoras en la titulización de activos

Hay un tema que Conasev debería resolver y que afecta también los costos de las operaciones y es que las sociedades titulizadoras deben aumentar su capital en 0,5% del monto que administran, lo que no tiene sentido en un mercado como el nuestro. Si bien es la Ley de Mercado de Valores la que establece el reajuste del capital, es la Conasev la que determina el porcentaje del reajuste.

La ley busca que las sociedades titulizadoras tengan un respaldo patrimonial toda vez que el público pudiera verse afectado. Eso es correcto, pero el porcentaje del aumento de capital establecido por la Conasev resulta muy elevado, lo que



encarece los procesos de titulización, pues se tiene que tener presente dentro de la estructura de costos de cada operación. Una opción sería que se permita la presentación de una carta fianza o póliza de seguro, que podrían tener un costo financiero menor.

9. Perspectivas de la titulización de activos por el lado del sector público

El sector público tiene mucho más trabas. La mayoría de las veces hay que llegar hasta el Ministerio de Economía para que autorice la operación. Ahí juegan diversos temas: temas políticos, límites de endeudamiento, limitaciones legales, etc.

10. Viabilidad de titulización para financiar la construcción de carreteras en el Perú

Es perfectamente viable. El Estado puede entrar en esquemas en los cuales garantiza un mínimo de peaje y eso hace que la titulización salga adelante. Ahora bien, estas estructuras también tienen sus riesgos. México ha tenido titulizaciones de carreteras que han tenido serias dificultades.

11. El fideicomiso bancario como ayuda a la titulización de activos

Los fideicomisos bancarios están hoy por hoy íntimamente ligados con el mercado de capitales, en general porque hay una serie de emisiones de bonos que no obtienen una adecuada clasificación si es que no cuentan aparejado algún fideicomiso, sobre todo de garantía.

Consideramos que no se va a hacer ninguna inversión importante en el Perú que no pase por fideicomisos, ya sea titulización o ya sea fideicomiso bancario en alguna de sus formas. Es así porque los inversionistas y prestamistas están dispuestos a correr el riesgo del proyecto a ser financiado y por lo tanto, si el proyecto va mal, a uno le va mal porque no hizo correctamente su estimación en dicho proyecto. Pero no se quiere correr otros riesgos, extra proyectos muchas veces imposibles de calcular. El fideicomiso es el aislador de riesgos por excelencia.



2.4 Renzo Barbieri O'Hara

Realizada el 13 de Noviembre de 2002

Persona entrevistada:

- Renzo Barbieri O'Hara
Gerente General
Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

1. Incidencia de la titulización de flujos futuros sobre el balance

En el caso de los flujos futuros si bien no se quita nada del balance, el activo queda intacto, no se retira una cuenta por cobrar, ni se retira un activo fijo. Si se incorpora algo en el balance, en el pasivo se incorpora el resultado final de lo que ocurre en las titulizaciones. En esos casos se agrega en el pasivo la deuda por esos títulos.

Este fue un tema contable, y en él participaron la contabilidad de la empresa, el asesor de inversión, un estructurador y el clasificador. Se introdujo una cuenta por pagar de largo plazo en el no corriente, lo cual iba a ocurrir de manera simultánea en el momento de la emisión, porque es allí cuando se cierra la tasa y una vez que se tiene la tasa y el monto colocado automáticamente se tiene todos los montos necesarios para poder cuantificar el pasivo.

Por otro lado, el Grupo Wong empezó al revés: no dijo “califícame y dime ¿cuánto soy?”, ellos dijeron “Yo quiero ser tanto”, pidieron al estructurador y a los clasificadores que lo ayuden. El grupo puso su objetivo y trabajó con esa finalidad.

Hoy en día alguien que revise la estructuración se da cuenta que el Grupo Wong puso la “carne” de su negocio y un poquito más. Por ejemplo, en el momento de esa titulización, ellos pusieron no solo los flujos derivados, las tarjetas de crédito, sino que también existe la posibilidad de recurrir hasta los flujos generados por las operaciones de tarjetas de débito e inclusive al efectivo. Simplemente significa que se podría trasladar los fondos del “cajón” de Wong al de la titulización.



2. Innovaciones que trajo consigo la titulización

Los “mecanismos de cascada” son aquellos que permiten de alguna manera establecer claramente qué cuenta va a hacer frente a una obligación.

Hay una cuenta para los intereses, una para el capital, una para eventualidades, otra cuenta reserva, entre otras, y así se puede crear todas las cuentas que son necesarias dentro de la emisión.

3. Sobre los objetivos de Wong al ingresar al mercado de valores

El Grupo Wong tenía un objetivo muy claro: sacar la calificación más alta posible o la más alta que se pudiera obtener (AAA, AA+, entre otras).

Para lograr ello fueron con las clasificadoras de riesgo puliendo una serie de cosas, mecanismos dentro del balance así como dentro de la estructura financiera.

Se fueron acomodando ciertas condiciones a la empresa, se fueron limitando el apalancamiento y ciertos gastos, se observaron cosas que no necesariamente tenían una solución inmediata, etc. No todo se pudo arreglar en el corto plazo, sino que se identificaron aspectos estructurales e intrínsecos que posiblemente siempre estén.

Frente a eso lo que hizo fue reducir su riesgo, mitigarlas para que no pudiesen crecer más o aislarlas para que no «contaminen» otros aspectos.

4. Sobre los aportes de la clasificación de riesgo

Los aportes de la clasificación básicamente son dos:

1. La perspectiva de la clasificación. Que la clasificación tiene un horizonte, que es de doce a dieciocho meses aproximadamente, tiempo que estimamos dentro de la clasificación otorgada. Es decir, la perspectiva de la empresa en el tiempo.



2. La clasificación es cualitativa. Hay aspectos que son muy difíciles de cuantificar. A pesar de las metodologías existentes para la clasificación hay una parte cualitativa que está basada en el criterio, la experiencia y la racionalidad del clasificador. En nuestra clasificadora existe un comité de clasificación que reúne a personas que tienen una amplia experiencia, profesionalismo y racionalidad, lo cual es parte integrante del análisis que efectuamos.

5. Sobre las perspectivas de la titulización de activos en el Perú

Nuestro mercado es pequeño. No serían más de 250 empresas las que podrían emitir algún valor. Los altos costos (fijos), representados por los costos de notarios, abogados, clasificadores, estructuradores y entidades regulatorias entre otras, se convierten en obstáculos al mercado para empresas medianas y pequeñas. El costo variable está determinado por la tasa de interés.

Hoy en día se tiene aproximadamente 55 emisores, que podrían llegar a 80 en un período de cinco a diez años, dependiendo del desempeño de la economía peruana.

Las titulaciones por lo general no son a dos o tres años, sino a cinco, siete, diez, doce años y en algunos casos a más, entonces se necesita un entorno estable que permita estimar como podría ser el comportamiento de los flujos, tanto de ingresos como de egresos. Si se da este entorno, entonces se pueden hacer estimaciones con flujos identificables, comprobables, suficientes, estables y consistentes, que permitirían hacer de la titulización una herramienta más dinámica y de mayor utilización.



2.5 Paul Castritius

Realizada el 3 de diciembre de 2002

Persona entrevistada:

- Paul Castritius
Gerente de Asesoría Jurídica
Comisión Nacional de Empresas y Valores – Conasev
Autor del proyecto de normativa para la titulación en la Ley del Mercado de Valores
Jefe del equipo que elaboró el proyecto de Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos

1. Características particulares de la legislación en materia de titulación de activos en el Perú

Lo que se buscó, como en todo proceso de titulación, es que el originador pueda estructurar emisiones de valores con base en el riesgo de determinados activos, no en el riesgo propio, de manera que pueda acceder al mercado de valores en mejores condiciones.

La legislación peruana tiene como características principales permitir que la titulación se lleve a cabo de acuerdo a las prácticas usuales internacionales, particularmente las del país más desarrollado en el mundo en este tema, EE.UU. y la de las experiencias más exitosas en Latinoamérica: Colombia y Argentina.

Debe tenerse presente que cuando se creó la legislación, la experiencia local era cercana a cero, por ende queríamos que los agentes internacionales, que seguramente servirían de ejemplo o de asesores a los agentes locales, se encuentren de algún modo familiarizados con el esquema que establecía la legislación. Por ello optamos por utilizar la figura del fideicomiso como uno de los instrumentos legales para la realización de procesos de titulación.

La creación legal del fideicomiso de titulación no fue tarea sencilla, pues se debía introducir una figura legal que era ajena a nuestra tradición jurídica y que modificaba instituciones jurídicas largamente asentadas en nuestro sistema jurídico, principalmente en relación a los derechos reales y además se debía lograr que la introducción de la figura del fideicomiso se haga de manera armónica.



Además teníamos que «inventar» de algún modo la figura, pues en ninguno de los países con sistemas de derecho similares al nuestro se había logrado implantar el fideicomiso de manera completa, pues se mantenían dudas respecto a la naturaleza del derecho que el fiduciario tenía con relación a los bienes dados en fideicomiso, de manera que se formaba un patrimonio separado, independiente o autónomo, etc.

Entonces se introdujo en la legislación la figura del patrimonio autónomo, que ya existía en la práctica, como en el caso de los fondos mutuos, pero cuya naturaleza no había sido determinada; se introdujo asimismo el concepto del “dominio fiduciario”, evitando incluir en su denominación el vocablo “propiedad” para evitar confusiones y se establecieron las facultades del fiduciario, así como sus limitaciones. La “autonomía” del patrimonio se refiere a ello: no existe un derecho de propiedad sobre los bienes, lo que no quiere decir que exista una persona, el fiduciario, que ejerza las prerrogativas correspondientes respecto de ellas, similares a las que corresponden a un propietario.

Me parece que logramos resultados positivos introduciendo la figura del fideicomiso, o mejor dicho, modificándola, pues a partir de las modificaciones legales que hicimos con respecto a este (que ya se encontraba regulado aunque deficientemente a nuestro entender) en la legislación bancaria vigente en esa época, es que se comenzó a utilizar esta figura y no solo para procesos de titulización.

Otro aspecto importante fue el aislamiento del riesgo de los activos dados en fideicomiso frente a acciones de terceros. Ello se manejó mediante el concepto de patrimonio autónomo, pero en su dimensión de patrimonio separado, es decir, sólo los acreedores de dicho patrimonio, los inversionistas y otros que hayan adquirido derechos en virtud del fideicomiso, pueden ejercer acciones legales respecto de los activos dados bajo esta modalidad. Sin embargo, existía un supuesto en que el marco legal debía optar por preferir entre un acreedor del originador, en caso de fraude y, los inversionistas. Se optó por los inversionistas, siempre que contaran con buena fe. Esta última medida era muy importante para reducir el riesgo de los procesos de titulización y permitir su desarrollo.

Otra característica que quisimos tuviera la legislación respecto al fideicomiso es que fuera flexible, es decir, que establezca las menores limitaciones posibles a la



forma en que se podía llevar a cabo una titulización. Esto porque teníamos la premisa que no se debía prohibir algo a menos que tuviéramos fundadas razones de que debía hacerse y la verdad, la tuvimos en pocas ocasiones. Consideramos que los propios mecanismos de mercado iban a hacer inviables algunas figuras peligrosas o indebidas; pese a ello, en el ámbito reglamentario ensayamos ciertos mecanismos restrictivos.

Finalmente, tuvimos la intención que la legislación fuera lo menos “reglamentarista” posible, al menos a nivel de ley, ya que era previsible que a medida que la titulización se fuese desarrollando, la legislación iba a tener que sufrir ciertas modificaciones. Debe tenerse presente que se hizo todo un cuerpo legal y reglamentario basados principalmente en estimaciones y en teoría, no en la práctica, pues en ese momento la titulización no existía en el Perú. En tal medida, respecto de los cambios que se debieran hacer, era preferible que se hicieran vía reglamentaria.

2. Sobre las perspectivas de la titulización de activos en el Perú

Según el ingenio de los agentes del mercado, se podría titularizar casi todo. Y para poder titularizar es preciso resolver dos problemas: el de la falta información que permite determinar el riesgo propio de los activos considerados individualmente y formando parte de una cartera, como en el caso de los créditos y, el referente a los costos para titularizar dichos activos, dentro de los cuales se encuentra el problema anterior de falta de información.

Los mercados han resuelto esto a través de la estandarización de los créditos, lo cual reduce los costos de titulización enormemente y la vuelve viable, pues es menos costoso poder analizar estos créditos si todos son creados sobre la base de formatos predefinidos. Creo que el problema de la falta de titulización en el país se debe en gran parte a la falta de estandarización.

Lo importante es determinar por qué el mercado no produce esta estandarización por sí solo, si en realidad lo favorece y en esto entra a tallar la falta de incentivos para ello, ya que el nivel de informalidad en el país es tan grande que el universo de personas “sujetos de crédito” es bastante limitado, pues son pocas, respecto de la población total del Perú, de las cuales existe información que permita determinar el nivel de riesgo crediticio que les corresponde.



Al tener un universo limitado de sujetos de crédito, a los bancos no les interesa mucho desprenderse de su cartera de créditos mediante titulización y por ende, no toman las medidas tendientes a titular los créditos que originan. Prefieren competir siendo flexibles por los sujetos de crédito existentes dejando de lado la estandarización.

Por ello creo que la titulización, al menos en lo que respecta a créditos hipotecarios vendrá por el lado de los programas habitacionales del gobierno, como Mivivienda, pues en tales casos sí se requiere titular para obtener recursos frescos y seguir con los préstamos.

El desarrollo de la titulización, que es beneficioso para el país, dependerá de cambios no solo normativos, sino de la forma en que operan los agentes del mercado.

3. En referencia a financiar obras de infraestructura

La financiación de obras de infraestructura es evidentemente viable a través de la titulización. Muchas obras de importancia para el desarrollo de zonas al interior del país se podrían desarrollar a través de la titulización del flujo de efectivo que genere en el futuro la concesión.

El riesgo que genera la volatilidad en cuanto a los perfiles de las personas que son elegidas como autoridades locales hacen que se perciba un alto riesgo respecto al cumplimiento de las condiciones del contrato de concesión y que por ello, no se haya desarrollado esta modalidad de financiamiento. Esta puede ser también la razón por la que en el Perú no existen emisiones de deuda por parte de los gobiernos locales. Hay mucho por hacer a este respecto, la falta de desarrollo perpetúa la pobreza en nuestro país.

4. En referencia a utilizar la titulización como banca de segundo piso

Respecto a este tema es puedo señalar que es posible que existan entidades que compren carteras de crédito a otras empresas, sin importar el tamaño de estas, puesto que lo que interesa no es el acreedor sino el deudor de esos créditos. Al comprar créditos a otras empresas, estas entidades otorgarían liquidez a las empresas a las que compran créditos.



Esta modalidad es posible porque en nuestra legislación introducimos el fideicomiso por acto unilateral, lo que permite que la sociedad titulizadora compre créditos de otras empresas y cuando tenga un volumen suficiente de créditos, los ponga en fideicomiso mediante un acto unilateral con la finalidad de titularlos.

Tenía conocimiento de que existía el interés de ciertos organismos internacionales de constituir sociedades de este tipo, pero parece que el tema quedó en proyecto. Así ocurre en nuestros países.

2.6 Ramesh Agrawal

Realizada el 2 de diciembre de 2002

- Ramesh Agrawal.
Gerente Corporate Finance.
Ernst & Young

1. Sobre el esquema de titulización

Durante 1999, la división de Corporate Finance de Ernst & Young (en ese momento Arthur Andersen) inició conjuntamente con Interbank un trabajo de identificación sobre qué clientes de la cartera de dicho banco tenían un potencial de crecimiento interesante y volúmenes de venta atractivos para trabajar con ellos estructuras financieras en el mercado de capitales peruano. Debido a la crisis que afectó al país desde 1998, el mercado de capitales se había concentrado en instrumentos Categoría I (AA y AAA). Empresas medianas o mediana-grandes con situaciones financieras no tan fuertes no serían elegibles en el mercado de capitales *per se*, por lo que se necesitaba mejorar la estructura del papel que se iba a vender. Se pensó que la titulización podría ser la manera de hacerlo.

Se pensó en impulsar las titulizaciones de flujos futuros sobre la base de cierta estabilidad de la cartera de clientes de una empresa, que se caracterizaba por tener cierta posición de liderazgo y que podría estar pasando por un período recesivo producto de la crisis del país; pero que tenía ventajas competitivas y que, si bien por el momento tenían una cartera pequeña que no le permitía alcanzar un monto importante de emisión, se le podía armar algo sobre la base de las expectativas futuras.



2. Sobre las garantías que tuvieron que dar Quimpac y Wong

En el caso de Quimpac S.A., se transfirió a un patrimonio fideicometido el derecho de la cobranza de una cartera elegida de clientes, así como los derechos sobre las concesiones de “Las Salinas” que tiene el grupo, que son más del 90% de las salinas existentes en el país.

En el caso del Grupo de Supermercados Wong se transfirieron a un patrimonio fideicometido los derechos de crédito generados por las ventas efectuadas con tarjetas de crédito VISA en los supermercados. Asimismo, se transfirió a dicho patrimonio el derecho sobre el usufructo de seis locales del grupo. Es decir, el patrimonio podía vender este derecho de usufructo a un tercero para que operara dichos locales (los mejor ubicados del grupo Wong).

3. Sobre las razones de la titulización de Quimpac y Wong

En el caso de Quimpac el motivo de la titulización fue poder calzar la generación de flujos de la empresa, con un plazo acorde con el que se estaba afrontando en ese momento. El plazo fue siete años y el monto de la colocación fue US\$ 20 millones.

En el caso de Wong, la decisión vino por liberar líneas de financiamiento con los bancos, así como financiar su plan de expansión para el período 2001-2006. La tasa de colocación de los bonos de Wong en ese momento (agosto de 2001) fue relativamente barata para esa época (8,25% nominal). El plazo fue de cinco años y el monto de la colocación fue US\$ 50 millones.

4. Sobre la estructuración de la titulización de Quimpac y Wong

En el caso de Quimpac, se trataba de clientes que se podían identificar y se contaba con cierta certeza de que mantendrían una relación comercial con la empresa en el futuro, lo que permitía tener algo relativamente tangible. La forma de la estructura para el pago de los bonos en cascada, con respecto al ingreso de flujos al patrimonio, permitió a la empresa presentar ante las clasificadoras de riesgo un paquete sólido, con traspasos de diez veces los montos necesarios para cubrir el capital de cada cuota. Ello permitió incrementar el rating del originador (Quimpac) a un rating del papel de AA+



En el caso de Wong, si bien la estructura de cascada iba a ser similar, no habían clientes identificables. Sin embargo, un porcentaje importante de las ventas se realiza con tarjetas de crédito y la tendencia al uso de estas en el país iba a ser cada vez mayor.

Se conversó con VISANET para entender como funciona la estructura de pagos, se analizaron reportes de casos similares en otros países y se empezó a ver qué tipos de tarjeta podría ser el adecuado. En el caso del Perú la más usada es VISA. Se trabajó con toda la información sobre compras con esta tarjeta y se armó una operación por US\$ 50 millones de dólares basada en ventas futuras en los supermercados.

Así como en el caso de Quimpac, donde se usaron los derechos sobre las concesiones de sal para armar el patrimonio fideicometido si la empresa desapareciera, en el caso del Grupo Wong fue el derecho al usufructo de los seis mejores locales de este grupo.

Adicionalmente había una serie de mecanismos de cobertura, por ejemplo, si Quimpac y el Grupo Wong incumplieran algún compromiso, el patrimonio podría tomar hasta el 100% de los traspasos asignados a este y proceder a la venta de las salinas o al derecho de usufructo de los locales respectivamente.

5. Sobre las perspectivas de la titulación en el Perú

Se estima que para el año 2003 no habrán muchas operaciones de titulación, pero los montos sí pueden ser importantes y se espera que puedan representar entre el 10% a 15% del total de colocaciones del mercado de capitales.

El tema de cartera hipotecaria es otra posibilidad que incluye al sector vivienda. Las AFPs tienen “todo el dinero del mundo” y no saben dónde colocarlo, así que van a tener que comprar esos papeles.

Respecto a la infraestructura, esta va a depender de quién la maneje: el Estado (SEDAPAL, carreteras, electricidad) o el sector privado.



6. Sobre la posibilidad de dar acceso al mercado de capitales a medianas empresas

Armar un *pull* de empresas. Si una sola empresa vende al año US\$ 10 millones o US\$ 5 millones es muy chica para el mercado de capitales, pero si se juntan tres o cuatro que son de características más o menos similares, que venden productos parecidos y tienen ventas semejantes, se puede armar un solo paquete de esos flujos y titularlo. Es decir, se formaría un solo patrimonio fideicometido con el que se obtendrían los fondos del mercado de capitales. Esta opción debe estar sujeta a un detallado análisis legal para poder armar dicho *pull* de distintas empresas.

2.7 Guicela Melgarejo

Realizada el 13 de noviembre de 2002

- Guicela Melgarejo
Vice President
PCR – Pacific Credit Rating
(antes DUFF & PHELPS)

1. Sobre la titulización de activos y la calificación de riesgo

Lo que se busca a través de las titulizaciones es lograr el financiamiento por medio del mercado de valores, estructurando emisiones que tengan ciertas características y que permitan alcanzar una mayor calificación de riesgo.

Es posible lograr una mejor calificación de riesgo de los instrumentos emitidos en un proceso de titulización debido que al separar parte de los activos de una empresa y transferirlos a un patrimonio fideicometido el riesgo crediticio de los activos transferidos es menor.

El riesgo crediticio que está inmerso en el «título valor» colocado en el mercado, corresponde a un grupo de activos de determinadas características que respaldan exclusivamente la emisión. Esto va a permitir alcanzar un rating mayor que la calificación que tendría el originador porque toda deuda emitida por este se encontraría respaldada por el total de activos del mismo y, en caso de una liquidación, la deuda emitida tendría que respetar la respectiva prelación respecto a otros acreedores.



No solo son las características de los activos las que se toman en cuenta en un proceso de titulización, sino también una serie de factores que se evalúan y que en conjunto darán una calificación de menor riesgo que el que obtendría si el originador emitiera un título valor.

Básicamente son:

- Las características del activo que sirve de respaldo a aquel que está sirviendo de colateral.
- Las características de la estructura en sí:
 - El momento en que se recauda.
 - ¿Cómo se generan los flujos?
 - ¿Cómo se realiza la asignación de los flujos?
 - ¿Van a pasar a una cuenta recaudadora?
 - ¿Quién administra esa cuenta recaudadora?
 - Existencia de un fideicomiso aparte. Garantía fiduciaria.
- Marco legal. La necesidad de un *Due Diligence* que opine sobre el perfeccionamiento de la transferencia.
- La calidad y monto de los mecanismos de apoyo crediticio.
- Apoyo crediticio externo: carta fianza, seguro, fianza con algún banco, aval de terceras personas.

2. Sobre el acto constitutivo

El contrato de cesión es el documento más importante en un proceso de titulización. En este se establecen las obligaciones del fideicomitente y del fiduciario, así como la estructura de titulización. Está firmado por el originador y el fiduciario. El que va a actuar como fiduciario en el proceso, se le llama titulizador. En el caso de Perú es el documento más importante. Allí se contempla:

- I. Lo que se va a transferir.
- II. Las formas de la transferencia fiduciaria.
- III. Las obligaciones de todos los partícipes.
- IV. El mecanismo de asignación de flujos.
- V. Mecanismos de apoyo crediticio.
- VI. Garantías externas.



3. Sobre los tipos de titulización

En el tema de la titulización de activos, distinguimos básicamente dos tipos que dependen del tipo de activo a ser transferido:

- I. Titulización de activos existentes.
- II. Titulización de flujos futuros.

En el caso de los flujos futuros se titulan flujos que todavía no existen, entonces el riesgo a evaluar es que el originador esté en la capacidad de poder generar esos flujos y, por lo tanto, no es cierto que se pueda llegar tan fácilmente de cualquier rating del originador AAA a la estructura.

Existen ciertas limitaciones. Una de ellas es el riesgo operativo del originador, es así que en la titulización de flujos futuros la calificación final que tienen estos títulos valores están atados al riesgo del originador. Existe un riesgo operativo porque los activos no han sido generados en su totalidad, se está titulizando la posibilidad de generar el flujo de los ingresos futuros.

A diferencia de una titulización de activos existentes en que la emisión siempre es menor que el total de activos que sirven de respaldos, en una emisión de flujos futuros los activos aún no se generan.

No se puede negar que una titulización de flujos futuros pueda alcanzar calificación AAA, ello dependerá de la categoría de los activos a generarse y del originador (*rating shadow*).

4. Sobre las perspectivas de la titulización en el Perú

Todo activo que pueda generar un flujo de caja predecible es titulizable y depende del contexto de mercado en que se haga.

Se considera que la titulización de activos es más factible por el lado de aquellas empresas que ya han tenido una participación en el mercado de valores y no en empresas que aún no han participado. Esto porque la presencia del originador en el mercado de valores es conocida por los inversionistas.



Tengamos en cuenta que este es un mercado que se rige por las inversiones de AFPs y estas presentan cierto sesgo en adquirir instrumentos que tengan la participación de un originador o emisor conocido.

Como se señalaba, el éxito de una colocación de bonos de titulización dependerá de la estructura, de las características de los activos que tenga la empresa y de la imagen que tenga en el mercado. Indistintamente de su participación; por ejemplo, Quimpac era conocida en el mercado y no era una empresa que manejaba activos en un volumen pequeño.

En referencia a la titulización hipotecaria para el sector que no tiene acceso a las viviendas, se aprecia como problema básico que no existe homogeneidad en los contratos hipotecarios. Veamos el caso de Colombia; la principal titulización es de créditos hipotecarios. En la medida en que no se logren homogeneizar estos contratos hipotecarios no habrá desarrollo en el tema de titulización hipotecaria.

En cuanto a la infraestructura, el tema de concesiones viales es riesgoso por el efecto político, se hace una marcha y se paraliza la obra. En el contexto actual en que vive el Perú el riesgo político es el más importante.

5. Sobre los demandantes de valores de titulización

En el caso peruano, la titulización ha tenido acogida por el lado de las AFPs. Es importante el tema de la calificación de riesgo porque a pesar de que la colocación de bonos titulizados ha tenido aceptación, la tasa anual ha reflejado realmente el rating de algunas operaciones. En algunos casos se esperaba una menor tasa y esto no se dio, debido a que la percepción del inversionista era de mayor riesgo para la estructura, pero aún así se colocó el 100%.

Otros demandantes son las compañías de seguros, por el tema de las rentas vitalicias.



2.8 Esteban Viton

Realizada el 11 de julio de 2002

- Esteban Viton
Gerente Financiero
Química del Pacífico S.A.
Quimpac S.A.

1. Razones de titulización

En 1999 Quimpac era una compañía de crecimiento acelerado vía adquisiciones que facturaba 65 millones de dólares. Empero, su estructura financiera mostraba cierta debilidad, al tener 70% de sus pasivos en el corto plazo y capital de trabajo insuficiente. Se necesitaba trabajar en una nueva estructura financiera que sostenga su crecimiento y su capacidad competitiva. Frente a esta necesidad de financiamiento, que privilegiaba el plazo, se analizó diversas alternativas de financiamiento.

- a) Banca local: ella venía de la crisis de los años 1997-1998 y aún no salía a flote. Estaba focalizada en operaciones de financiamiento de ventas, comercio exterior, entre otras, además de temas de reestructuración de sus Carteras de créditos. Realizar con ella una operación de US\$ 20 millones significaba varios impases.
- b) Banca multilateral: tipo CIL, CFI, CAF, entre otras. Están orientadas a financiar inversiones y no a reestructurar pasivos. Además, tomaría un tiempo de seis a nueve meses obtener los fondos.
- c) Inversión directa: aumenta el capital de la compañía. Los fondos de inversión de riesgo se retiraban por el incremento del riesgo país y, los que aún permanecían, solicitaban una prima de retorno elevada, que se incrementaba por la estructura financiera de la compañía en ese entonces.
- d) Mercado de capitales: los fondos de pensiones, seguros de vida, fondos mutuos, entre otros. Se encontraban con recursos y si podíamos diseñar un instrumento con riesgo I (rating mayor o igual a AA) teníamos una fuente importante. Empero, Quimpac no podía llevar al mercado un bono corporativo simple, su riesgo como originador no se lo permitía. Además, los inversionistas no conocían la empresa, sus acciones ordinarias y de inversión estaban listadas en la BVL, pero casi sin movimiento. Por otro lado, tampoco tenía deudas de mediano plazo importantes con la banca.



Después de algunas reuniones con Interbank y Arthur Andersen, se firmó con ellos un mandato para estructurar un bono, mediante la titulación de los flujos futuros y con mejoras que permitan obtener el rating deseado y la confianza de los inversionistas.

2. La titulación de flujos futuros

Quimpac, como originador, no tenía un riesgo de nivel I, por ello se presentaron dos alternativas: i) un bono corporativo con mejoras y garantías que permita obtener el rating deseado por los inversionistas institucionales o ii) un bono estructurado que aisle el riesgo o disminuya el riesgo del originador. La decisión fue trabajar con este último instrumento, por lo que Quimpac sería el originador e Intertítulos (que recién se estaba formando) el fiduciario de un patrimonio autónomo que emitiría los títulos (bonos) al mercado.

La estructura de la operación consistió en:

- Quimpac cedía los flujos futuros de parte de sus cuentas por cobrar de los próximos siete años, provenientes de clientes identificados y seleccionados, otorgando monto y calidad de flujos al patrimonio autónomo constituido, de modo que se excluía el riesgo del originador.
- El patrimonio autónomo emitiría al mercado los bonos a siete años. Intertítulos sería el fiduciario.
- Para mejorar y garantizar adicionalmente la operación se otorgó una carta fianza de un banco de riesgo A y las concesiones salinas que poseía Quimpac, insumo estratégico para su proceso productivo.
- Se formaron cuentas especiales en la banca, para recibir fondos provenientes de los flujos futuros y cubrir con ello los cupones de intereses y las cuotas de amortización. Esto se ponía en cuentas de reserva para pago a los inversionistas.

Esta operación tardó cuatro meses para diseñarla, estructurarla, obtener las autorizaciones, comunicar al mercado y colocarla. Como fue la primera operación en Perú de un bono estructurado de esta forma, todos los agentes: originador, asesores, fiduciario, clasificadores, reguladores e inversionistas estuvieron inmersos en un proceso de aprendizaje durante este período referente a este nuevo instrumento.



3. Sobre la estructuración financiera de Quimpac

Durante el proceso de salida al mercado de capitales, Quimpac diseñó su estrategia financiera para los próximos tres años, que sería una base importante para su consolidación y apoyo a su crecimiento:

“Tener una estructura financiera adecuada a su estructura y riesgo de activos y que use el mercado de capitales e instituciones internacionales para obtener el financiamiento para su crecimiento. La banca local para operaciones de comercio exterior. Esto es acompañado de una política de capitalización de las utilidades generadas.”

Así, hoy día, tres años más tarde, Quimpac ha capitalizado alrededor de 11 millones de dólares de utilidades, ha colocado con éxito sus bonos de titulización con un rating de AA+, papeles comerciales con rating nivel I, ha suscrito contratos de crédito con la Corporación Interamericana de Inversiones, con la Corporación Andina de Fomento y está por suscribir otro con un banco internacional. El crédito directo con la banca local estará en menos del 15% de la deuda financiera, pero con líneas de disponibilidad. Esto ha dado como resultado mayor plazo promedio de la deuda financiera y menores costos, incrementando el valor de Quimpac.

4. Sobre la importancia de las exportaciones en Quimpac S.A.

Hoy en la compañía las exportaciones representan alrededor del 30% y es un objetivo aumentar las exportaciones en el tiempo por tres razones principales:

- Porque es una verdadera fuente de dólares.
- Permite a la compañía estar en diversos mercados, lo que le facilita conocer cómo está la competencia, qué productos nuevos hay, qué productos se están moviendo, qué nuevos procesos se presentan, qué nuevas necesidades tiene el mercado. Todo ello con el fin de mejorar nuestro rango de competitividad, nuestro proceso y además de eso, identificar nuevas oportunidades de negocios.
- El tercer elemento es una presión interna, porque la única forma de exportar es ser muy competitivos, no se está en competencia con empresas



pequeñas sino con transnacionales y esto nos permite preguntarnos: “¿Soy o no competitivo? ¿Cómo están mis costos? ¿Cómo está mi línea de exportación en términos de marketing, en calidad de productos? etc.”

5. Sobre las perspectivas del mercado de capitales

Dentro de un año y en términos de activos financieros, las instituciones en el mercado de capitales (Fondo de Pensiones y provisionales, compañías de seguros, fondos mutuos, fondos de inversión, etc.) sumarán una cantidad de fondos para invertir algo similar al monto total de las colocaciones de la banca comercial local. El crecimiento de este mercado será muy dinámico al pasar de instrumentos de deuda a instrumentos cuasicapital (como los preferentes) y nuevas emisiones al mercado de acciones.

El mercado de capitales seguirá dinamizando a las empresas que tomen este camino. Quimpac, considera que fue lo correcto iniciar su entrada a este mercado en enero de 2000.

2.9 Johanna Izquierdo

Realizada el 9 de diciembre de 2002

- Johanna Izquierdo
Supervisora
Apoyo y Asociados Internacionales S.A.C.

1. Principales inconvenientes encontrados al momento de efectuar las clasificaciones de riesgo en los procesos de titulización de activos.

Al inicio hubo mucha discusión en el aspecto tributario. Con las últimas modificaciones tributarias es de esperarse que se agilicen las titulizaciones.

En referencia a la clasificación, muchas empresas no están preparadas para brindar la información adecuada, ya que muchas de ellas no listan en la bolsa, por lo que no están acostumbradas a realizar un *disclosure* de la situación financiera de la empresa.

Por ejemplo, en el caso de Wong, se trataba de una empresa familiar. Tomó tiempo enseñarles a preparar la información que se tiene que procesar y evaluar.



Cuando se quiere estimar pérdidas, que es el principal *input* que se tiene que establecer (para la titulización de cuentas por cobrar, cartera hipotecaria, tarjetas de crédito, etc.) con el fin de estimar cuánto sobrecolateral se va a solicitar, se necesita evaluar carteras estáticas. Cuando el portafolio viene creciendo todos los años, las pérdidas anuales suelen diluirse por este concepto, por lo que la clasificadora tiene que asumir un «escenario conservador».

2. Sobre la titulización de flujos futuros

En una titulización de flujos futuros el riesgo está muy ligado al originador. Si mañana la empresa quiebra ya no hay nada en poder de los inversionistas, con lo que la titulización de flujos futuros por sí sola no suele subir mucho la clasificación de riesgo. Si se quiere mejorar la clasificación de riesgo, se tiene que comenzar a poner garantías específicas mediante la evaluación de la calidad de las mismas.

En el caso de las primeras titulizaciones de flujos futuros de Quimpac y Wong, la estructura sí mejoró mucho el riesgo, debido a que se tuvo un *mix* de garantías, una titulización de flujos futuros con un mecanismo de sustitución de cuentas por cobrar y garantías específicas de los activos más importantes de las empresas.

En el caso de Quimpac se exigió la garantía de la concesión de “Las Salinas” para otorgar un mejor rating, ya que la empresa no tenía mucha historia y salía de un proceso de privatización.

3. Sobre las razones de la titulización

La razón principal fue obtener financiamiento a largo plazo.

Un banco no suele financiar US\$ 50 millones a cinco años. El crecimiento de la empresa se financiaba con préstamos a muy corto plazo. Por ello, era conveniente mejorar la estructura de la financiación.

Una empresa no puede sostener un programa de inversión con financiamiento de corto plazo, por lo que aparece la idea de ir al mercado de capitales para reestructurar la deuda con el fin de tener un calce y un capital de trabajo adecuados.



El segundo motivo fue el de la tasa de interés, pues las empresas consiguieron una tasa de financiamiento mucho más baja.

4. Efectos de los procesos de titulización en las empresas

Han sido muy positivos. Quimpac se ha hecho conocida en el mercado de capitales y ha logrado colocar papeles comerciales de corto plazo a tasas muy convenientes, al aprovechar la liquidez del mercado.

Si las empresas que en un principio no podían acceder a volúmenes tan importantes de financiamiento a mediano plazo con bancos, salen al mercado de capitales y muestran su información, se harán más conocidas por los inversionistas.

Ahora no solo es importante que una empresa se haga conocida, sino que siga las condiciones, que las cumpla, que sea transparente, que comunique todo. Ello le puede servir para seguir accediendo al mercado, como en el caso de Quimpac.

5. Sobre las perspectivas de la titulización en empresas

Los principales inversionistas son las AFPs. A raíz de los últimos *defaults* que se han dado en el mercado producto del escenario recesivo de la economía, estos inversionistas han elevado sus requerimientos de inversión: solo compran de AA- para arriba (antes compraban hasta BBB-) y en corto plazo hasta CP2. Por lo tanto, las titulizaciones constituyen una forma de mejorar el *rating* que pueda tener el originador.

Algunas emisiones han tenido garantías específicas. Tras el ingreso a un concurso preventivo o liquidaciones, se ha demostrado que tales garantías no son de fácil ejecución dado el sistema judicial de nuestro país. Asimismo, al no ser masa excluyente, primero tienen que cubrir las acreencias de acuerdo con un orden de prelación, por lo que incluso pueden ejecutarse aquellos activos dados en garantía.

Por lo anterior, la titulización de activos, al ser masa excluyente, solo les pertenece a los tenedores de bonos de titulización y no entrarán a cubrir las



deudas prioritarias en caso de una insolvencia, lo que la hace más atractiva al inversionista.

Ahora que se ha eliminado el problema del impuesto a la renta, es de esperarse que se promueva la titulización. Este proceso puede ayudar a las empresas de mediano tamaño a salir al mercado de capitales, mediante la creación de un tipo de titulización de algún activo que respalde las emisiones. La titulización ha demostrado que es un vehículo adecuado. Ya los inversionistas no piden garantías específicas, sino que estas salgan de un patrimonio separado.



3. Estados financieros de las empresas analizadas

3.1 Ferreyros S.A.

Balance general al 31 de diciembre

(en miles de nuevos soles)

Cuenta	1997 (1)	1998 (1)	1999 (2)	2000 (2)	2001 (3)
ACTIVO					
Caja y bancos	23.450	25.058	21.844	37.411	31.661
Valores negociables					
Cuentas por cobrar comerciales	173.629	121.875	177.039	191.711	110.920
Cuentas por cobrar a vinculadas					
Otras cuentas por cobrar	62.608	136.477	82.928	66.275	24.880
Existencias	245.781	328.901	269.842	304.784	338.083
Gastos pagados por anticipado	16.166	12.366	5.525	5.700	6.448
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	521.634	624.677	557.178	605.881	511.992
Cuentas por cobrar a largo plazo	39.638	24.443	30.329	25.252	46.829
Otras cuentas por cobrar a largo plazo	857	932	1.075	1.040	417
Inversiones permanentes	13.020	28.100	33.472	31.813	44.543
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto de depreciación)	206.977	174.573	218.412	288.535	285.674
Activo intangible (neto de depreciación acumulada)					19.588
Activo intangible (neto de depreciación acumulada)					
Impuesto a la Renta y participaciones diferidos activo					
Otros activos	9.680	8.186	6.512	4.716	
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	270.172	236.234	289.800	351.356	397.051
TOTAL ACTIVO	791.806	860.911	846.978	957.237	909.043
PASIVO Y PATRIMONIO					
Sobregiros y pagarés bancarios	81.575	148.914	113.585	183.265	153.893
Cuentas por pagar comerciales	102.546	98.786	113.881	141.305	141.302
Cuentas por pagar a vinculadas					
Otras cuentas por pagar	34.751	52.254	33.445	28.593	39.142
Parte corriente de las deudas a largo plazo	141.353	207.321	120.513	92.224	200.385
TOTAL PASIVO CORRIENTE	360.225	507.275	381.424	445.387	534.722
Deudas a largo plazo	205.015	107.444	202.201	246.250	137.049
Provisiones beneficios sociales	12.089	14.441	15.813	14.242	
Ingresos diferidos					5.236
Impuesto a la renta y participaciones diferidos pasivo					4.918
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	217.104	121.885	218.014	260.492	147.203
TOTAL PASIVO	577.329	629.160	599.438	705.879	681.925
Ingresos diferidos					
Impuesto a la renta y participaciones diferidos pasivo					
Participación de accionistas minoritarios					
Impuesto a la renta y participación de los trabajadores diferidos		2.699	2.729	6.775	
Contingencias					
Ganancias diferidas		7.391	4.462	6.573	
Interés minoritario	1.675	1.670	296	260	278
PATRIMONIO NETO					
Capital	137.808	156.119	177.241	177.241	173.341
Capital adicional	41.679	41.679	45.641	45.641	44.637
Acciones de inversión					
Excedente de revaluación			17.158	12.709	11.343
Reservas legales	33.315	22.193	11.940	2.498	2.979
Otras reservas				0	2.350
Resultados acumulados			(11.927)	(339)	(7.810)
TOTAL PATRIMONIO NETO	212.802	219.991	240.053	237.750	226.840
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	791.806	860.911	846.978	957.237	909.043

(1) Expresados en miles de nuevos soles del año 1998.

(2) Expresados en miles de nuevos soles del año 2000.

(3) Expresados en miles de nuevos soles del año 2001.

Fuente: Conasev. Información financiera por empresas. Reporte de los años 2001, 2000 y 1998. En <http://www.conasev.gob.pe/ceff/>
 No se han reexpresado los estados financieros a moneda de un año, ya que solo se ha realizado un análisis vertical de los mismos.
 Elaboración propia.

Estado de ganancias y pérdidas

(en miles de nuevos soles)

Cuenta	1997 (1)	1998 (1)	1999 (2)	2000 (2)	2001 (3)
Ventas netas (ingresos operacionales)	690,932	863,913	744,977	652,738	695,034
Otros ingresos operacionales			31,621	16,936	12,641
TOTAL DE INGRESOS BRUTOS	690,932	863,913	776,598	669,674	707,675
Costo de ventas	(517,496)	(661,549)	(569,359)	(477,075)	(526,616)
UTILIDAD BRUTA	173,436	202,364	207,239	192,599	181,059
Gastos de administración	(133,753)	(154,237)	(65,562)	(59,065)	(64,370)
Gastos de ventas			(89,526)	(82,814)	(80,649)
UTILIDAD OPERATIVA	39,683	48,127	52,151	50,720	36,040
OTROS INGRESOS (GASTOS)					
Ingresos financieros	25,826	27,342	31,532	24,590	22,195
Gastos financieros	(37,581)	(46,463)	(64,780)	(70,285)	(57,748)
Otros ingresos	13,611	22,323	8,876	0	1,126
Otros gastos				(3,445)	(774)
Resultado por exposición a la inflación	(5,157)	(32,923)	(35,517)	5,844	(929)
RESULTADOS ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	36,382	18,406	(7,738)	7,424	(90)
Participaciones			(791)	(1,463)	(992)
Impuesto a la Renta	(8,406)	(3,507)	(3,284)	(3,688)	(3,079)
RESULTADO ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	27,976	14,899	(11,813)	2,273	(4,161)
Ingresos extraordinarios				0	0
Gastos extraordinarios				0	0
RESULTADO ANTES DE INTERÉS MINORITARIO	27,976	14,899	(11,813)	2,273	(4,161)
Interés minoritario	(218)	(25)	(54)	(27)	(24)
UTILIDAD (PERDIDA) NETA DEL EJERCICIO	27,758	14,649	(11,867)	2,246	(4,185)
Dividendos de acciones preferentes				0	0
UTILIDAD (PERDIDA) NETA ATRIBUIBLE A LOS ACCIONISTAS	27,758	14,649	(11,867)	2,246	(4,185)

(1) Expresados en miles de nuevos soles del año 1998.

(2) Expresados en miles de nuevos soles del año 2000.

(3) Expresados en miles de nuevos soles del año 2001.

Fuente: Conasev. Información financiera por empresas. Reporte de los años 2001, 1999 y 1998. En <http://www.conasev.gov.pe/eeff/>
 No se han reexpresado los estados financieros a moneda de un año debido a que solo se ha realizado un análisis vertical de los mismos.

Elaboración propia.



3.2 Alicorp S.A.A.

Balance general al 31 de diciembre

(en miles de nuevos soles)

Cuenta	1997 (1)	1998 (1)	1999 (2)	2000 (2)	2001 (3)
ACTIVO					
Caja y bancos	17.439	18.878	13.425	12.601	6.498
Valores negociables					0
Cuentas por cobrar comerciales	141.194	181.267	159.250	153.305	201.709
Cuentas por cobrar a vinculadas					33.772
Otras cuentas por cobrar	82.162	100.075	87.745	95.500	99.418
Existencias	340.316	282.269	237.558	166.420	171.848
Gastos pagados por anticipado	6.390	9.738	22.222	19.439	29.440
Otros activos realizables			55.128	45.943	
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	587.501	592.227	575.328	493.208	542.685
Cuentas por cobrar a largo plazo	0	0	0	0	0
Cuentas por cobrar a vinculadas a largo plazo	0	0	0	0	0
Otras cuentas por cobrar a largo plazo	0	0	0	0	0
Inversiones en valores	57.065	47.838	53.262	46.682	45.843
Inmuebles, maquinaria y equipo (neto de depreciación)	948.688	1.016.275	1.007.720	979.022	904.373
Activo intangible (neto de depreciación acumulada)					160.529
Impuesto a la renta y participaciones diferidos					0
Otros activos	164.079	156.933	316.602	299.217	116.261
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	1.169.832	1.221.046	1.377.584	1.324.921	1.227.006
TOTAL ACTIVO	1.757.333	1.813.273	1.952.912	1.818.129	1.769.691
PASIVO Y PATRIMONIO					
Sobregiros y préstamos bancarios	444.774	539.900	348.333	326.316	350.388
Cuentas por pagar comerciales	43.521	122.073	119.254	82.075	146.251
Cuentas por pagar a vinculadas					1.661
Otras cuentas por pagar	30.980	33.596	25.564	50.093	34.287
Parte corriente de las deudas a largo plazo	2.702	90.238	67.778	188.530	5.221
TOTAL PASIVO CORRIENTE	521.977	785.807	560.929	647.014	537.808
Deudas a largo plazo	445.314	341.432	595.722	371.617	448.178
Ingresos diferidos					3.490
Impuesto a la renta y participaciones diferidos					
Pasivo			24.987	9.371	8.024
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	445.314	341.432	620.709	380.988	459.692
TOTAL PASIVO	967.291	1.127.239	1.181.638	1.028.002	997.500
Contingencias					0
Interés minoritario					0
PATRIMONIO NETO					
Capital social	453.762	681.218	804.211	804.099	885.272
Capital adicional	243.037		13.794	13.794	23.300
Acciones de inversión			117.805	117.917	7.721
Participación patrimonial del trabajo	72.155	108.323			
Excedente de revaluación			53.883	53.883	52.759
Impuesto a la renta diferido			(24.987)	(25.493)	
Reservas legales	2.160	2.160	2.365	2.365	2.315
Otras reservas					0
Resultados acumulados	18.928	(105.667)	(195.797)	(176.438)	(199.176)
TOTAL PATRIMONIO NETO	790.042	686.034	771.274	790.127	772.191
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	1.757.333	1.813.273	1.952.912	1.818.129	1.769.691

(1) Expresados en miles de nuevos soles del año 1998.

(2) Expresados en miles de nuevos soles del año 2000.

(3) Expresados en miles de nuevos soles del año 2001.

Fuente: Conasev. Información financiera por empresas. Reporte de los años 2001, 2000 y 1998. En <http://www.conasev.gob.pe/ceff/>

No se han reexpresado los estados financieros a moneda de un año, ya que solo se ha realizado un análisis vertical de los mismos. Elaboración propia.

Estado de ganancias y pérdidas

(en miles de nuevos soles)

Cuenta	1997 (1)	1998 (1)	1999 (2)	2000 (2)	2001 (3)
Ventas netas (ingresos operacionales)	1.612.395	1.442.192	1.525.063	1.436.314	1.537.253
Otros ingresos operacionales					
TOTAL DE INGRESOS BRUTOS	1.612.395	1.442.192	1.525.063	1.436.314	1.537.253
Costo de ventas y gastos industriales	(1.198.954)	(1.107.909)	(1.109.565)	(957.039)	(1.151.171)
UTILIDAD BRUTA	413.441	334.283	415.498	479.275	386.082
Gastos de ventas, generales y de administrac.	(246.681)	(223.025)	(280.960)	(303.923)	(307.723)
Depreciación y amortización	(70.493)	(59.652)	(72.893)	(79.975)	
Incentivos por renuncia voluntaria del personal	(10.497)	(22.543)	(6.080)	(7.198)	
UTILIDAD OPERATIVA	85.770	29.063	55.565	88.179	78.359
Otros Ingresos (gastos)					
Ingresos financieros					7.492
Gastos financieros	(82.897)	(90.393)	(90.479)	(98.106)	(86.141)
Provisión para fluctuación de inversiones en valores	(51)	(90)			
Otros ingresos	23.395	12.675			14.991
Otros gastos			(6.523)	(133)	
Impuesto a la renta diferido				16.122	
Resultado por exposición a la Inflación	(4.955)	(45.224)	(33.888)	13.971	221
RESULTADOS ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	21.262	(93.969)	(75.325)	20.033	14.922
Participaciones					0
Impuesto a la renta					(310)
RESULTADO ANTES DE PARTIDAS EXTRAORDINARIAS	21.262	(93.969)	(75.325)	20.033	14.612
Ingresos / gastos extraordinarios					
RESULTADO ANTES DE INTERÉS MINORITARIO	21.262	(93.969)	(75.325)	20.033	14.612
Interés minoritario	(6)	(10)	(9)	(1)	(24)
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA DEL EJERCICIO	21.256	(93.979)	(75.334)	20.032	14.588

(1) Expresados en miles de nuevos soles del año 1998.

(2) Expresados en miles de nuevos soles del año 2000.

(3) Expresados en miles de nuevos soles del año 2001.

Fuente: Conasev. Información financiera por empresas. Reporte de los años 2001, 1999 y 1998. En <http://www.conasev.gob.pe/eeff/>
 No se han reexpresado los estados financieros a moneda de un año debido a que solo se ha realizado un análisis vertical de los mismos.

Elaboración propia.



3.3 Quimpac S.A.

Balance general al 31 de diciembre

(en miles de nuevos soles)*

Cuenta	1997 (1)	1998 (2)	1999 (2)	2000 (3)	2001 (3)
ACTIVO					
Caja bancos	223	412	403	1.501	5.388
Valores negociables	4.907				
Cuentas por cobrar comerciales	9.065	14.262	29.005	52.363	67.937
Cuentas por cobrar a vinculadas		14.682	35.972	40.619	40.332
Otras cuentas por cobrar	13.305	9.841	6.247	7.990	12.209
Existencias	13.919	35.494	43.665	65.645	60.348
Gastos pagados por anticipado	2.176	3.639	6.373	5.850	2.223
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	43.595	78.330	121.665	173.968	188.437
Cuentas por cobrar a largo plazo					
Cuentas por cobrar a vinculadas a largo plazo					
Otras cuentas por cobrar a largo plazo			3.488		
Impuesto a la renta y participaciones diferidos Activo					
Activo intangible neto					
Inversiones en valores	44.273				
Inmuebles, maquinaria y equipo	164.746	182.973	176.238	203.858	200.057
Inversiones permanentes		47.053	47.053	45.510	43.259
Otros activos	35	3.054	1.164	4.418	5.497
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	209.054	233.080	227.943	253.786	248.813
TOTAL ACTIVO	252.649	311.410	349.608	427.754	437.250
PASIVOS					
Sobregiros y préstamos bancarios	38.150	52.391	59.832	54.278	52.332
Cuentas por pagar comerciales	10.595	22.861	39.031	52.150	52.803
Anticipo de clientes	1.204				
Empresas afiliadas	371				
Otras cuentas por pagar	1.498	5.002	12.612	17.567	39.967
Parte corriente de deuda a largo plazo	12.520	18.415	33.709	18.981	13.937
Total pasivo corriente	64.338	98.669	145.184	142.976	159.039
Deuda de largo plazo	68.527	73.096	65.082	102.233	79.326
Ingresos diferidos		2.298	17		
Impuesto a la renta y participaciones diferidos Pasivo				32.994	37.041
Interés minoritario					
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	68.527	75.394	65.099	135.227	116.367
TOTAL PASIVO	132.865	174.063	210.283	278.203	275.406
PATRIMONIO					
Capital social	99.736	113866	113.866	120.868	130.002
Capital adicional					
Acciones de inversión		15.273	15.273	16.212	17.437
Excedente de revaluación				22.171	20.461
Acciones de trabajo	13.378				
Reserva legal	0	3.371	3.621	4.343	5.494
Resultados acumulados	6.670	4.837	6.565	-14.043	-11.550
TOTAL PATRIMONIO NETO	119.784	137.347	139.325	149.551	161.844
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	252.649	311.410	349.608	427.754	437.250

(1) Expresados en miles de nuevos soles del año 1997.

(2) Expresados en miles de nuevos soles del año 1999.

(3) Expresados en miles de nuevos soles del año 2001.

* Cifras al 31 de diciembre, excepto el año 1999, que corresponden al 30 de noviembre

Fuente: para los años 1997, 1998 y 1999, informe de clasificación Equilibrium/Bakwatch del 30 de diciembre de 1999, págs. 9-10. Para los años 2000 y 2001, Conasev, información financiera por empresas. Reporte de los años 2000 y 2001 en

<http://www.conasev.gob.pe/ceff/>

No se han reexpresado los estados financieros a moneda de un año, ya que solo se ha realizado un análisis vertical de los mismos.

Elaboración propia.

Estado de ganancias y pérdidas

(en miles de nuevos soles)

Cuenta	1997 (1)	1998 (2)	1999 (2)	2000 (3)	2001 (3)
Ventas netas	90.634	142.483	226.520	275.205	318.935
Costo de ventas	(62.287)	(95.314)	(160.801)	(203.191)	(230.732)
MARGEN BRUTO	28.347	47.169	65.719	72.014	88.203
Gastos de administración	(6.900)	(13.651)	(20.770)	(16.351)	(19.632)
Gasto de venta	(9.964)	(13.020)	(20.420)	(22.076)	(21.303)
Gasto de paralización de planta	(25)				
RESULTADO OPERACIONAL	11.458	20.498	24.529	33.587	47.268
Gastos financieros	(5.767)	(10.887)	(19.396)	(22.993)	(19.928)
Ingresos financieros		82	397	2.248	1.579
Otros gastos	1.807	(1.561)	(3.189)	(3.975)	(4.466)
Otros ingresos		3.983	12.592	11.851	11.964
Resultado por exposición a la inflación	(828)	(9.616)	(5.829)	2.251	858
RESULTADO NO OPERACIONAL	(4.788)	(17.999)	(15.425)	(10.618)	(9.993)
UTILIDADES ANTES DE PARTIC E IMPUESTOS	6.670	2.499	9.104	22.969	37.275
Participación de los trabajadores			(686)	(3.098)	(5.096)
Impuesto a la renta			(1.853)	(8.364)	(13.758)
UTILIDAD NETA	6.670	2.499	6.565	11.507	18.421

(1) Expresados en miles de nuevos soles del año 1997.

(2) Expresados en miles de nuevos soles del año 1999.

(3) Expresados en miles de nuevos soles del año 2001.

* Cifras del año 1999 corresponden a 11 meses.

Fuente: para los años 1997, 1998 y 1999, informe de clasificación Equilibrium/Bakwatch del 30 de diciembre de 1999, págs. 9-10. Para los años 2000 y 2001, Conasev, información financiera por empresas. Reporte de los años 2000 y 2001 en <http://www.conasev.gob.pe/eeff/>

No se han reexpresado los estados financieros a moneda de un año ya que solo se ha realizado un análisis vertical de los mismos.

Elaboración propia.



Anexo 3.4

Empresas del Grupo Wong

Balance general al 31 de diciembre (en miles de soles)

Cuenta	1997	1998	1999	2000	2001
ACTIVO					
Caja bancos	49.375	3.272	51.919	66.267	87.124
Cuentas por cobrar comerciales	19.447	28.141	24.141	8.846	25.283
Cuentas por cobrar empresas vinculadas	0	42.245	43.585	54.739	52.485
Otras cuentas por cobrar	52.694	63.268	69.997	64.270	22.443
Existencias	45.214	58.667	56.708	68.056	115.284
Gastos pagados por anticipado	11.384	3.676	2.983	2.119	26.142
Préstamos a accionistas y personal	55.711	58.531	98.268	134319	132.363
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	233.825	307.800	347.601	398.616	461.124
Inversiones en valores de empresas relacionadas	2.480	6.153	14.738	13.561	14.258
AFN	229.241	408.442	481.980	564.611	576.038
Otros activos	1.534	17.352	9.074	9.958	3.113
Impuesto a la renta	0	0	1.115	1.662	7.393
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	233.255	431,947	506.907	589.792	630.802
TOTAL ACTIVOS	467.080	739,747	854.508	988.408	1.091.926
PASIVOS					
Sobregiros y préstamos bancarios	89.790	118.577	194.522	182.977	95.299
Cuentas por pagar comerciales	165.302	218.505	217.473	259.008	337.358
Otras cuentas por pagar	28.612	45.384	27.343	32.357	53.829
Obligaciones a largo plazo porción a corto plazo	7.566	8.874	7.602	17.165	
Impuestos y contribuciones	0	0	6.932	7.620	32.823
CTS	0	0	23.018	22.931	519.309
TOTAL PASIVO CORRIENTE	291.270	391.340	476.890	522.058	
Obligaciones a largo plazo	31.083	33.436	44.645	73.247	177.380
Provisiones BBSS	13.281	0	0	0	0
Ingresos diferidos	0	0	2.536	4.200	8.299
TOTAL PASIVO NO CORRIENTE	44.364	33.436	47.181	77.447	185.679
TOTAL PASIVOS	335.634	424.776	524.071	599.505	704.988
PATRIMONIO					
Capital social	64.701	275.244	298.388	374.553	364.566
Capital adicional	0	0	1.153	1.153	1.012
Reserva legal	5.583	6.128	12.119	14.322	15.183
Resultados acumulados	61.163	33.600	18.777	-1.125	6.177
TOTAL PATRIMONIO NETO	131.447	314.972	330.437	388.903	386.938
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	467.081	739.748	854.508	988.408	1.091.926

Fuente: para los años 1997 al 2000: Análisis de Riesgo, Apoyo y Asociados Internacionales S.A.C., mayo de 2001, págs. 13-14, cifras en soles del año 2000. Para el año 2001: Análisis de Riesgo, Apoyo y Asociados Internacionales S.A.C, mayo de 2002, págs. 13-14, cifras en soles del año 2001.

No se han reexpresado los estados financieros a moneda de un año ya que solo se ha realizado un análisis vertical de los mismos.

Elaboración propia.

Estado de resultados
(en miles de soles)

Rubros	1997	1998	1999	2000	2001
Ventas netas	1.248.85	1.470.436	1.473.166	1.569.173	1.720.742
Costo de ventas	-997.539	-1.184.620	-1.175.394	-1.256.484	-1.375.570
MARGEN BRUTO	251.315	285.816	297.772	312.689	345.172
Gastos operacionales	-191.976	213.042	218.849	-228.829	-276.738
Depreciación	0	15.987	19.706	-22.470	-23.394
Amortización	0	372	-714	-710	0
RESULTADO OPERACIONAL	59.339	56.415	58.503	60.680	45.040
Ingresos financieros	0	13.711	835	864	728
Gastos financieros	6.468	-17.974	24.448	-33.639	37.731
Otros ingresos	366	11.489	38.769	54.820	15.070
Otros gastos	0	-2.533	35.067	-38.878	15.657
Corrección monetaria	-1.325	-12.209	4.169	2.069	5.099
RESULTADO NO OPERACIONAL	-7.427	-7.516	-24.080	14.764	32.491
Utilidad antes de participaciones e impuestos	51.912	48.899	34,423	45,916	12.549
Participación de los trabajadores	-4.081	4.028	-3.178	3.322	-241
Impuesto a la renta	-15.466	13.979	-12.933	11.795	-2.406
UTILIDAD NETA	32.365	30.892	18.312	30.799	9.902

Fuente: Para los años 1997 al 2000: Análisis de Riesgo, Apoyo y Asociados Internacionales S.A.C., mayo de 2001, págs. 13-14, cifras en soles del año 2000. Para el año 2001: Análisis de Riesgo, Apoyo y Asociados Internacionales S.A.C., mayo de 2002, págs. 13-14, cifras en soles del año 2001.

No se han reexpresado los estados financieros a moneda de un año ya que solo se ha realizado un análisis vertical de los mismos. Las cifras de los años 1997 al 2000 están expresadas en soles del año 2000; las cifras del año 2001 están expresadas en soles del año 2001.

Elaboración propia.



4. Glosario de términos

Agente colocador(*): Institución encargada de la venta primaria del activo a emitirse.

Banco emisor(**)**: Es aquella institución bancaria que emite las tarjetas de crédito y/o débito, que dan origen a los derechos sobre los flujos derivados de las ventas futuras, materia de la titulización.

Bono corporativo(*): Es una obligación emitida por una persona para captar fondos que le permitan financiar sus operaciones y proyectos. Sus bonos son emitidos a un valor nominal, el cual será pagado al tenedor en una fecha de vencimiento determinada. Asimismo, el monto del bono devenga un interés el que puede ser pagado íntegramente al vencimiento o en cuotas periódicas.

Bonos Brady(*): Bonos emitidos por países emergentes dentro de un programa Brady para refinanciar su deuda con la banca comercial internacional. Se estructuran bajo diversas modalidades dependiendo de los plazos, tasas de interés, forma de pago del principal, garantías entregadas, etc.

Colocador(**)**: Es el agente legalmente autorizado para vender los títulos a los inversionistas.

Derechos sobre excedentes de patrimonios fideicometidos(**)**: Son los derechos sobre los excedentes acumulados de los patrimonios separados de la sociedad tituladora, al valor neto que ellos presentaren en la contabilidad de las provisiones que voluntariamente se hagan.

Deudor cedido(**)**: Es quien paga al servidor el principal y los intereses de las cuentas por cobrar (cartera de créditos transferida en fideicomiso).

Emisor(*): Se refiere a la entidad gubernamental o empresa que realiza la colocación de los valores.

(****) Entidad que emite los títulos valores que son colocados en los mercados de capitales y que obtiene los recursos provenientes de la emisión.

Empresa clasificadora de riesgo(*): Sociedad Anónima que tiene por objeto exclusivo, categorizar los valores que han de ser objeto de oferta pública. Emite



opinión sobre la capacidad de un emisor para cumplir con las obligaciones asumidas al emitir por oferta pública, bonos e instrumentos de corto plazo, de acuerdo con las condiciones establecidas (tasa de interés, plazos, etc.).

Estructurador(*): Entidad especializada que se encarga de diseñar la estructura jurídica, las características financieras y de difusión de la información para la colocación de valores.

(****) Asesor externo que brinda sus servicios para el diseño estratégico del proceso desde el punto de vista financiero.

Fideicomisario (inversionista)(**)**: Son las personas naturales o jurídicas que colocan sus recursos en los valores emitidos.

(*) Persona natural o jurídica que adquiere acciones, obligaciones u otro valor mobiliario, en busca de rentabilidad y liquidez, así como de la obtención de ganancias en las transferencias de valores.

Fideicomiso(*): Es una relación jurídica por la cual una persona llamada fideicomitente transfiere uno o más bienes a otra persona, llamada fiduciario, que está obligada a utilizarlos en favor de aquel o de un tercero, llamado fideicomisario.

Fondo de reserva – aceleración(***)**: Fondo donde se depositarán los porcentajes del Excedente Disponible para Aceleración (EDA) como consecuencia de cualquiera de los mecanismos de aceleración. Con la finalidad de proteger a los inversionistas, se establece un mecanismo de aceleración que consiste en retener permanentemente un porcentaje del EDA, de manera tal que se logre acumular el principal de los bonos en un período menor del establecido.

Fondo de reserva – (covenants)(***)**: Fondo donde se depositarán los porcentajes del Excedente Disponible para *Covenants* (EDC) ante la verificación del incumplimiento de cualquiera de los compromisos asumidos por las empresas.

Mejorador(*)**: Es quien otorgará garantías para el pago de valores emitidos, las que serán adicionales al patrimonio de propósito exclusivo y/o al patrimonio en fideicomiso, sin perjuicio de las garantías que pueda otorgar el originador con el fin de hacer más segura la inversión.

Oferta pública primaria de valores mobiliarios(*): Es el ofrecimiento dirigido al público en general que efectúan personas naturales y jurídicas mediante la utiliza-



ción de cualquier medio de publicidad, con la finalidad de colocar, por primera vez y con fines de financiamiento, valores mobiliarios a través de intermediarios autorizados del mercado de valores.

Originador (fideicomitente)(***): Es quien dentro de un proceso de titulación transferirá parte de sus activos a una sociedad tituladora (fiduciaria), la 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 inversionistas (fideicomisarios) que adquirieron estos valores.

(****) Empresa que posee activos “ilíquidos” o de lenta rotación y, que con la finalidad de obtener una fuente de financiamiento, transfiere dichos activos a una sociedad tituladora para obtener liquidez y desarrollar más ampliamente el giro de sus negocios dentro de una economía moderna.

Patrimonio fideicometido(****): Es un patrimonio autónomo (independiente de los patrimonios del fideicomitente, fiduciario, fideicomisario y del receptor del saldo al vencimiento del fideicomiso) sobre el cual la sociedad tituladora ejerce el dominio fiduciario, el que confiere las facultades de administración, uso, disposición y reivindicación sobre los activos; las mismas que solo pueden ser ejercidas de acuerdo a la finalidad con la que fue constituido el fideicomiso. En este sentido, se transfiere la propiedad de los activos a ser titulados, pero dicha propiedad se encuentra limitada, ya que solo pueden ejercer las facultades que tal derecho confiere para cumplir con el objeto del fideicomiso.

Securitización(*): Es un proceso que consiste en dar forma de instrumento transable a alguna obligación específica no transable, tal como una cartera de créditos bancarios o de consumo o de cuentas por cobrar o de títulos del Estado e implica por lo tanto, emitir un instrumento o título homogéneo con sus propio plazos y tasas.

Servidor(***): Es quien ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes del patrimonio en fideicomiso.

(****) Entidad encargada de administrar los activos (objeto de la titulación) y recaudar los flujos provenientes de estos. Cabe destacar que el servidor puede ser el mismo originador.

Sociedades de propósito especial(****): Son aquellas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios y su objeto social se limita a la adquisición de tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios



garantizados con su patrimonio. A diferencia del las sociedades tituladoras, para cada conjunto de activos que se transfiere se deberá conformar una sociedad de propósito especial.

Sociedad tituladora (fiduciario)(**):** Sociedad Anónima cuyo objeto exclusivo es desempeñarse como administrador fiduciario en los procesos de titulización y, por ende, dedicarse a la adquisición y/o constitución de activos para constituir y/o administrar patrimonios autónomos (fideicometidos) que respaldan la emisión de valores mobiliarios. En tal sentido, la sociedad tituladora puede tener bajo su dominio y administración a uno o más patrimonios fideicometidos (patrimonios autónomos). Asimismo, podría reunir las calidades de fideicomitente y fiduciario.

Titulización():** 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, que incluye la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores. Para los procesos de titulización se entenderá por activos a los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos.

Todas las definiciones han sido extraídas de:

(*) COMISIÓN NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES (1994). *Terminología Bursátil*. Lima: Conasev.

(**) Ley del Mercado de Valores.

(***) Díaz Tong, Enrique Martín (2002). “Diagnóstico y Perspectivas de la Titulización de Activos en el Perú”, en: *Revista DERECHO-PUCP* 55.

(****) Alcázar Uzástegui, Rafael (1997). “La Titulización de Activos en el Perú”, en: *Ius et Veritas* 15. Noviembre 1997.

(*****) “Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos”. Resolución Conasev N° 0001-97-EF/94.10.98/01/97.

(*****) Clasificaciones de Riesgo de Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.



5. Referencias

Albújar Cruz, Alex; Díaz Tong, Enrique; Fernández Guzmán, Víctor; Flores Espinoza Walter y Palomares Villanueva, Arturo (2000). "Identificación y estudio de las variables por considerar para el financiamiento del nivel socioeconómico C en el Perú". Lima: Tesis presentada para optar por el grado de Magíster en la Escuela de Administración de Negocios para Graduados (ESAN).

Alvarado, Javier y otros (2001). *El financiamiento informal en el Perú: experiencia desde tres sectores*. Lima: IEP, COFIDE, CEPES.

Appleyard, Randall (2001). "La securitización de hipotecas y las perspectivas de su internacionalización", en: *Mercados de Capitales y Financiamiento de la Vivienda: La Securitización en Chile*. Unión Interamericana para la Vivienda.

Battacharya, Utpal y Ravikumar, B (2001). "Capital Markets and the Evolution of Family Business", en: *The Journal of Business*. Illinois: University of Chicago Press – The Graduate School of the University of Chicago. Vol 74, No. 2 (abril 2001).

Clasificaciones de riesgo:

- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización ALICORP, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Agosto, 2001.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización ALICORP, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Mayo, 2002.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización EDIFICIOS SAN ISIDRO, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Mayo, 2002.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización EDIFICIOS SAN ISIDRO, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Diciembre, 2002.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización E. WONG & METRO, elaborado por EQUILIBRIUM Clasificadora de Riesgo S.A. Agosto, 2001.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización E. WONG & METRO, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Mayo, 2001.



- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización E.WONG & METRO, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Agosto, 2001.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización E.WONG & METRO, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Mayo, 2002.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización Ferreyros – PFF, 1997-01, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización Ferreyros – PFF, 1997-01, elaborado por Duff & Phelps Clasificadora de Riesgo S.A.C. Enero, 2000.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización Ferreyros – PFF, 1998-01, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Mayo, 2002.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización Ferreyros – PFF, 2000-01, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Mayo, 2002.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización Ferreyros – PFF, 2000-01, elaborado por Duff & Phelps Clasificadora de Riesgo S.A.C. Noviembre, 2000.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización Ferreyros – PFF, 2000-01, elaborado por PCR: Pacific Credit Trading. Agosto, 2001.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización QUIMPAC, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Enero, 2000.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización QUIMPAC, elaborado por Apoyo & Asociados Internacionales S.A.C. Octubre, 2002.
- Clasificación de Riesgo de los Bonos de Titulización QUIMPAC, elaborado por EQUILIBRIUM Clasificadora de Riesgo S.A. Diciembre, 1999.

De Soto, Hernando (2000). *El misterio del capital*. Lima: Empresa Editora "El Comercio".

Díaz Tong, Enrique (2002). "Diagnóstico y perspectivas de la titulización de activos en el Perú", en: *Revista de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú*. (Derecho-PUCP) número 55. diciembre, 2002. Pág 351-379.



Finnerty, Jhon D. (1998). *Financiamiento de proyectos. Técnicas modernas de ingeniería económica*. Naucalpán de Juárez: Prentice-Hall Hispanoamericana S.A.

Porter, Michael (1999). "Ser competitivo – nuevas aportaciones y conclusiones". Bilbao: Ediciones Deusto S.A. Originalmente publicado como "Capital Disadvantage: América's Failing Capital Investment System", en: *Harvard Business Review* (septiembre – octubre 1992).

Portocarrero Maisch, Felipe (1999). *Microfinanzas en el Perú. Experiencias y perspectivas*. Lima: CIUP.

Prospectos informativos de procesos de titulización:

- Prospecto Informativo del Proceso de Titulización E.WONG & METRO.
- Prospecto Informativo del Proceso de Titulización Ferreyros – PFF, 1997-01.
- Prospecto Informativo del Proceso de Titulización Ferreyros – PFF, 1998-01.
- Prospecto Informativo del Proceso de Titulización Ferreyros – PFF, 2000-01.
- Prospecto Informativo del Proceso de Titulización QUIMPAC.
- Prospecto Informativo del Proceso de Titulización EDIFICIOS SAN ISIDRO.

Roca, Santiago et al (2001). *La inversión en el Perú 2002 – 2003: entorno, industrias, regiones, financiamiento y estrategias empresariales*. Lima: ESAN ediciones.

Serrato, Jennifer (2001). "La securitización de las hipotecas y las perspectivas de su internacionalización", en: *Mercados de Capitales y Financiamiento de la Vivienda: La Securitización en Chile*. Unión Interamericana para la Vivienda.

Sève, Paul (2001). "La securitización de hipotecas y el caso de emisiones internacionales de un mercado emergente", en: *Mercados de Capitales y Financiamiento de la Vivienda: La Securitización en Chile*. Unión Interamericana para la Vivienda.

Van Horne, James (1997). *Administración financiera*. 10ma edición. México D.F: Prentice-Hall Hispanoamericana.



Documento de Trabajo

- 1 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Lineamientos para un programa de estabilización de ajuste drástico*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 34 pp.
- 2 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa económico de agosto de 1990: evaluación del primer año*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 42 pp.
- 3 Portocarrero S., Felipe, *Religión, familia, riqueza y muerte en la élite económica. Perú 1900-1950*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 88 pp.
- 4 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Los problemas del orden y la velocidad de la liberalización de los mercados*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 60 pp.
- 5 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *De la desinflación a la hiperinflación. Perú 1985-1990*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 71 pp.
- 6 Portocarrero S., Felipe y Luis Torrejón, *Las inversiones en valores nacionales de la élite económica. Perú: 1916-1932*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1992, 57 pp.
- 7 Arias Quincot, César, *La Perestroika y el fin de la Unión Soviética*, Lima: CIUP, 1992, 111 pp.
- 8 Schwalb, María Matilde, *Relaciones de negociación entre las empresas multinacionales y los gobiernos anfitriones: el caso peruano*, Lima: CIUP, 1993, 58 pp.
- 9 Revilla, Julio, *Frenesí de préstamos y cese de pagos de la deuda externa: el caso del Perú en el siglo XIX*, Lima: CIUP, 1993, 126 pp.
- 10 Morón, Eduardo, *La experiencia de banca libre en el Perú: 1860-1879*. Lima: CIUP, 1993, 48 pp.
- 11 Cayo, Percy, *Las primeras relaciones internacionales Perú-Ecuador*, Lima: CIUP, 1993, 72 pp.
- 12 Urrunaga, Roberto y Alberto Huarote, *Opciones, futuros y su implementación en la Bolsa de Valores de Lima*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1993, 86 pp.
- 13 Sardón, José Luis, *Estado, política y gobierno*, Lima: CIUP, 1994, 128 pp.
- 14 Gómez, Rosario, *La comercialización del mango fresco en el mercado norteamericano*, Lima: CIUP, 1994, 118 pp.



- 15 Malarín, Héctor y Paul Remy, *La contaminación de aguas superficiales en el Perú: una aproximación económico-jurídica*, Lima: CIUP, 1994, 88 pp.
- 16 Malarín, Héctor y Elsa Galarza, *Lineamientos para el manejo eficiente de los recursos en el sector pesquero industrial peruano*, Lima: CIUP, 1994, 92 pp.
- 17 Yamada, Gustavo, *Estrategias de desarrollo, asistencia financiera oficial e inversión privada directa: la experiencia japonesa*, Lima: CIUP, 1994, 118 pp.
- 18 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *El programa de estabilización peruano: evaluación del periodo 1991-1993*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1994, 44 pp.
- 19 Portocarrero S., Felipe y María Elena Romero, *Política social en el Perú 1990-1994: una agenda para la investigación*, Lima: CIUP-SASE-CIID, 1994, 136 pp.
- 20 Schuldt, Jürgen, *La enfermedad holandesa y otros virus de la economía peruana*, Lima: CIUP, 1994, 84 pp.
- 21 Gómez, Rosario y Erick Hurtado, *Relaciones contractuales en la agroexportación: el caso del mango fresco*, Lima: CIUP, 1995, 100 pp.
- 22 Seminario, Bruno, *Reformas estructurales y política de estabilización*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1995, 153 pp.
- 23 L. Dóriga, Enrique, *Cuba 1995: vivencias personales*, Lima: CIUP, 1996, 94 pp.
- 24 Parodi, Carlos, *Financiamiento universitario: teoría y propuesta de reforma para el Perú*, Lima: CIUP, 1996, 138 pp.
- 25 Araoz, Mercedes y Roberto Urrunaga, *Finanzas municipales: ineficiencias y excesiva dependencia del gobierno central*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1996, 217 pp.
- 26 Yamada, Gustavo y José Luis Ruiz, *Pobreza y reformas estructurales. Perú 1991-1994*, Lima: CIUP-Consortio de Investigación Económica, 1996, 116 pp.
- 27 Gómez Rosario; Roberto Urrunaga y Roberto Bel, *Evaluación de la estructura tributaria nacional: 1990-1994*, Lima: CIUP, 1997, 140 pp.
- 28 Rivas-Llosa, Roddy, *Los bonos Brady*, Lima: Universidad del Pacífico, 1997, 158 pp.
- 29 Galarza, Elsa (ed.), *Informe anual de la economía peruana: 1996*, Lima: CIUP, 1997, 116 pp.
- 30 Cortez, Rafael y César Calvo, *Nutrición infantil en el Perú: un análisis empírico basado en la Encuesta Nacional de Niveles de Vida 1994*, Lima: CIUP, 1997, 80 pp.



- 31 Yamada, Gustavo y Miguel Jaramillo, *Información en el mercado laboral: teoría y políticas*, Lima: CIUP, 1998, 104 pp.
- 32 Seminario, Bruno y Arlette Beltrán, *Crecimiento económico en el Perú 1896-1995: nuevas evidencias estadísticas*, Lima: CIUP, 1998, 330 pp.
- 33 Cortez, Rafael, *Equidad y calidad de los servicios de salud: el caso de los CLAS*, Lima: CIUP, 1998, 98 pp.
- 34 Cortez, Rafael, *Programas de bienestar e ingresos en los hogares de las madres trabajadoras*, Lima: CIUP, 1999, 78 pp.
- 35 Zegarra, Luis Felipe, *Causas y consecuencias económicas de la corrupción. Un análisis teórico y empírico*, Lima: CIUP, 1999, 71 pp.
- 36 Velarde, Julio y Martha Rodríguez, *Efectos de la crisis financiera internacional en la economía peruana 1997-1998: lecciones e implicancias de política económica*, Lima: CIUP-CIES, 2001, 74 pp.
- 37 Bonifaz, José Luis; Roberto Urrunaga y Jessica Vásquez, *Financiamiento de la infraestructura en el Perú: concesión de carreteras*, Lima: CIUP, 2001, 155 pp.
- 38 Cortez, Rafael, *El gasto social y sus efectos en la nutrición infantil*, Lima: CIUP, 2001, 92 pp.
- 39 Cáceres, Rubén, *Caminos al desarrollo: el modelo de integración transversal*, Lima: CIUP, 2001, 164 pp.
- 40 Espejo, Ricardo, *Teología en la universidad: ¿rezagos arqueológicos? Una propuesta desde la experiencia de la Universidad del Pacífico*, Lima: CIUP, 2001, 162 pp.
- 41 Cortez, Rafael y Gastón Yalonetzky, *Fecundidad y estado marital en el Perú. ¿Influencia sobre la calidad de vida del niño?*, Lima: CIUP, 2002, 106 pp.
- 42 Caravedo, Baltazar, *Cambio de sentido: una perspectiva para el desarrollo sostenible*, Lima: CIUP, 2002, 118 pp.
- 43 Zegarra, Luis Felipe, *La economía de la corrupción: hacia una comprensión de las causas de la corrupción y las estrategias para combatirla*, Lima: CIUP, 2002, 108 pp.
- 44 Araoz, Mercedes y Sandra van Ginhoven, *Preparación de los países andinos para integrar las redes de tecnologías de la información: el caso del Perú*, Lima: CIUP, 2002, 112 pp.
- 45 Araoz, Mercedes; Carlos Casas y Silvia Noriega, *Atracción de la inversión extranjera directa en el Perú*, Lima: CIUP, 2002, 108 pp.



- 46 Araoz, Mercedes; Carlos Carrillo y Sandra van Ginhoven, *Indicadores de competitividad para los países andinos: el caso del Perú*, Lima: CIUP, 2002, 105 pp.
- 47 Galarza, Elsa; Rosario Gómez y Luis Ángel Gonzales, *Ruta hacia el desarrollo sostenible del Perú*, Lima: CIUP, 2002, 108 pp.
- 48 Bonifaz, José Luis; Roberto Urrunaga y Jennifer Wakeham, *Financiamiento privado e impuestos: el caso de las redes viales en el Perú*, Lima: CIUP, 2002, 95 pp.
- 49 Morón, Eduardo; Carlos Casas y Eliana Carranza, *Indicadores líderes para la economía peruana*, Lima: CIUP, 2002, 68 pp.
- 50 Tarazona, Silvia y Elena Maisch, *El tránsito de la pérdida del empleo a la empleabilidad*, Lima: CIUP, 2002, 66 pp.
- 51 Naranjo, Martín; Emilio Osambela y Melissa Zumaeta, *Provisiones bancarias dinámicas: evaluación de su viabilidad para el caso peruano*, Lima: CIUP, 2002, 60 pp.
- 52 Vásquez, Enrique y Gerardo Injoque, *Competitividad con rostro humano: el caso del ecoturismo en Loreto*, Lima: CIUP, 2003, 94 pp.
- 53 Galarza, Elsa; Rosario Gómez y Luis Angel Gonzales, *Implementación de tecnologías limpias en el Perú: el uso de GLP en taxis*, Lima: CIUP, 2003, 106 pp.
- 54 Morón, Eduardo; Claudia Gonzales del Valle y Tamiko Hasegawa, *Transparencia presupuestaria en el Perú y América Latina: el divorcio entre lo formal y lo percibido*, Lima: CIUP-DFID, 2003, 80 pp.
- 55 Tong, Jesús, *Evaluación de inversiones en mercados emergentes*, Lima: CIUP, 2003, 78 pp.