

UNIVERSIDAD CATÓLICA DE SANTA MARÍA

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICO-ADMINISTRATIVAS

ESCUELA PROFESIONAL DE INGENIERÍA COMERCIAL



**“ESTUDIO DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ Y LA
OPORTUNIDAD DE FINANCIAMIENTO PARA LAS GRANDES EMPRESAS
DE LA CIUDAD DE AREQUIPA PERIODO 2005 – 2014”**

Tesis presentada por las Bachilleres:

**CHENEAUX MÁRQUEZ, STEPHANIE CRIS
PALMA ÁLVAREZ, STEPHANY FIORELLA**

Para optar el grado académico de:

INGENIERA COMERCIAL

AREQUIPA – PERÚ

2015

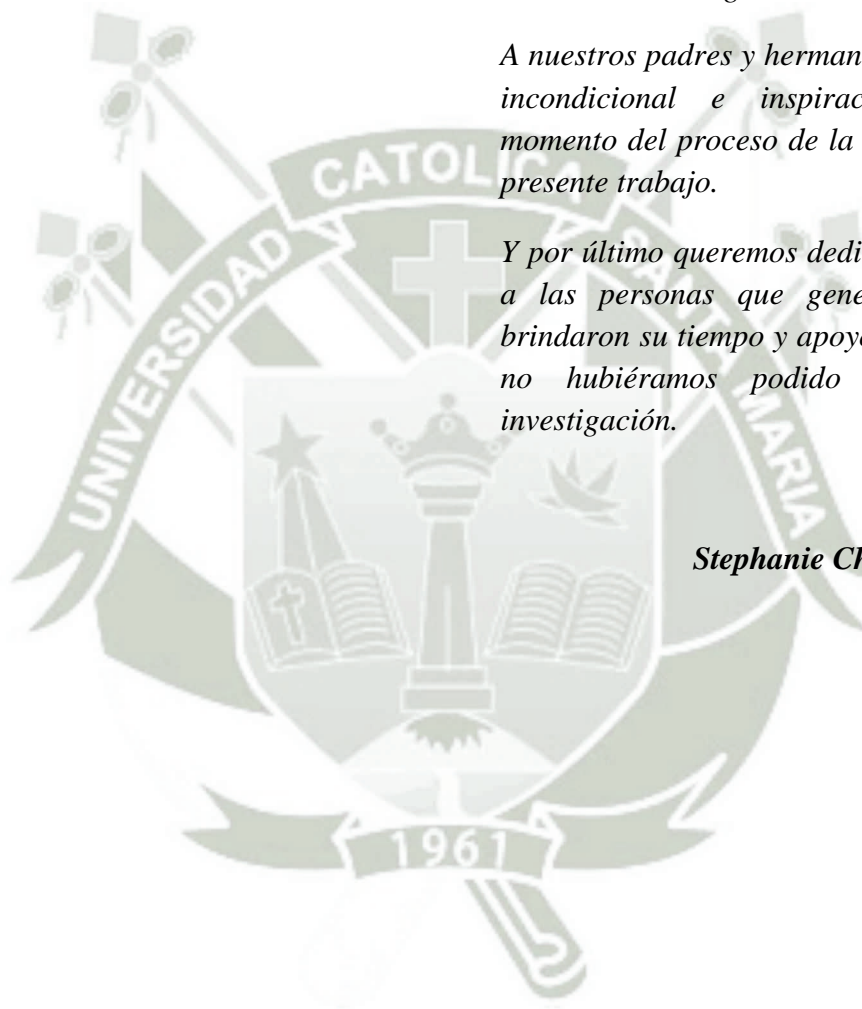
DEDICATORIA

A Dios por darnos la oportunidad de realizar juntas este trabajo y por la fortaleza brindada para enfrentar los retos que se nos presentaron en el camino durante la investigación.

A nuestros padres y hermanos por su apoyo incondicional e inspiración en cada momento del proceso de la elaboración del presente trabajo.

Y por último queremos dedicar este trabajo a las personas que generosamente nos brindaron su tiempo y apoyo, sin las cuales no habiéramos podido concluir esta investigación.

Stephanie Ch. y Stephany P.



RESUMEN

El presente trabajo de investigación tiene como objetivo estudiar la Titulización de Activos en el Perú, así como demostrar si brinda una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa, como consecuencia de la participación constante que este instrumento ha venido mostrando en los últimos 10 años.

Dentro de tal perspectiva, la presente investigación presenta dos capítulos: El Capítulo 1 estudió la Variable Independiente: “Titulización de Activos”, se desarrolló el Marco Teórico necesario para lograr la mejor comprensión del estudio, seguidamente detallamos información como: las características de la Titulización de Activos, participantes, modalidades, aspectos contables y tributarios, garantías, riesgos, ventajas, desventajas y por último, la situación actual de la Titulización de Activos en el Mercado de Valores peruano en el periodo 2005 - 2014. Esto permitió el óptimo estudio de los indicadores de la presente variable, tales como: Monto Colocado en nuevos soles y dólares de los Bonos de Titulización, Número de colocaciones de Bonos de Titulización y la Tasa de interés de los Bonos de Titulización colocados en los últimos 10 años. De este modo el primer capítulo permitió demostrar que los Bonos de Titulización han mostrado una participación constante dentro del Mercado de Valores local, logrando ser el segundo tipo de bono con el mayor monto colocado en los últimos 10 años, a tasas de interés que oscilan entre el 3% y 8% y a plazos de tiempo entre los 2 y 26 años.

Posteriormente, en el Capítulo II se estudió a la variable dependiente “Oportunidad de Financiamiento”, en donde haciendo uso de los instrumentos determinados en esta investigación, se presentaron los resultados relacionados a las fuentes de financiamiento que utilizan las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa. Datos que nos permitieron desarrollar los indicadores de la presente variable: la Tasa de Colocación de Bonos titulizados en comparación

con la tasa activa obtenida por las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa, así como con la Tasa Activa en Moneda Nacional y Extranjera (TAMN) y (TAMEX) brindado por el Sistema Bancario Nacional y la Tasa de colocación de Bonos Corporativos en comparación con la tasa de colocación de Bonos de Titulización. Por último se estimó la Tasa efectiva anual de financiamiento de una emisión de Bonos de Titulización, y se determinó el Monto en nuevos soles de la cartera administrada por Inversionistas Institucionales destinada a Bonos de Titulización. Gracias a los resultados obtenidos pudimos demostrar que la Titulización de Activos permite obtener tasas de interés menores o similares a las ofrecidas por el Sistema Bancario Regional y Nacional, así como a las obtenidas por la colocación de Bonos Corporativos en el Mercado de Valores Peruano. Por otro lado se demuestra que existe una demanda de este tipo de instrumento por parte de los Inversionistas Institucionales.

Finalmente se presenta de manera detallada los resultados del estudio, los cuales nos permiten aceptar la hipótesis planteada en el presente trabajo de investigación: *“Dado que la Titulización de Activos brinda a las empresas la posibilidad de optimizar el uso de sus activos al convertirlos en valores mobiliarios, impulsando a que los Bonos de Titulización muestren una participación constante en el Mercado de Valores, es probable que represente una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa al obtener tasas de interés más competitivas”*. Al demostrar que el uso de la Titulización de Activos brinda una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas Arequipeñas, ya que históricamente los bonos de titulización han obtenido tasas de interés menores o similares a las otorgadas por el Sistema Bancario. Así mismo, representa una oportunidad de financiamiento dentro del Mercado de Valores, ya que los Bonos de Titulización han mostrado tasas de colocación menores que las obtenidas por Bonos Corporativos emitidos por la misma empresa o similar en el mismo periodo de tiempo.

SUMMARY

This present research aims to study the securitization in Peru as well as demonstrate if provides an opportunity of financing for large companies in the city of Arequipa, as a consequence of the constant participation that this instrument has been showing in the last 10 years.

Inside of such perspective, this research presents two chapters: Chapter 1 studied the Independent Variable: "Securitization", for which it developed the theoretical framework necessary to achieve better understanding of the study, then we detailed information as: the characteristics of securitization, participants, modalities, accounting and tax aspects, guarantees, risks, advantages, disadvantages and finally the current situation of securitization in the Peruvian stock market in the period 2005 -2014. This allowed the optimum study of indicators of this variable, such as: Amount Placed in new soles and dollars of Securitization Bonds, Number of placements of Securitization Bonds and the interest rate of the Securitization Bonds placed in the last 10 years. In this manner, the first chapter helped to show that the Securitization Bonds have shown a constant participation in the local Stock Market, managing to be the second type of bond with the largest amount of placements in the last 10 years, at interest rates ranging between 3% and 8% and timelines between 2 and 26 years.

Later, in Chapter II we studied the dependent variable "Funding Opportunity", where using the determined instruments in this research, we presented the results related to funding sources used by large companies of the city of Arequipa. This Data allowed us to develop indicators of this variable: the placement rate of Securitization Bonds compared with the lending rate obtained by large companies in the city of Arequipa, as well as the Lending Rate in National currency and Foreign Currency (TAMN) and (TAMEX) provided by the National Banking System and the

placement rate of corporate bonds compared with the rate of placement of Securitization Bonds. By last we estimated annual effective rate financing an issue of Securitization Bonds, and we determined the amount in soles of the portfolio administered by institutional investors intended to Securitization Bonds. Thanks to the results, we were able to demonstrate that the asset securitization allows to get lower interest rates or similar than those offered by the Regional and national banking system as well as those obtained by the placement of corporate bonds in the Peruvian Securities Market. On the other hand it shows that there is a demand for this type of instrument by Institutional Investors as well as potential demand placed on time deposits and saving the banking system.

Finally we presented in detail the results of the study, which allow us to accept the hypothesis raised in this research: "Given that the placement of Securitization Bonds have a constant participation in the stock market is likely to be a funding opportunity for large companies in the city of Arequipa". By demonstrating that the use of asset securitization provides an opportunity for large companies in Arequipa, since historically the securitization bonds have obtained interest rates less or similar to those granted by the banking system. Also, it was shown that the Asset Securitization is also an opportunity of financing in the securities market, as the Securitization Bonds have shown lower rates of placement than the obtained by corporate bonds issued by the same company or similar in the same time frame.

INDICE DE CONTENIDO

CAPÍTULO I : LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ.....	13
1.1. DEFINICIÓN DE TÉRMINOS Y CONCEPTOS.....	13
1.2. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: CONCEPTO.....	19
1.3. ANTECEDENTES DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS.....	21
1.4. PARTICIPANTES DEL PROCESO DE TITULIZACIÓN.....	22
1.5. ACTIVOS TITULIZABLES DE ACUERDO A NUESTRA LEGISLACIÓN.....	32
1.6. MODALIDADES DE TITULIZACIÓN.....	35
1.6.1. Fideicomiso de Titulización.....	36
1.6.2. Sociedad de Propósito Especial.....	40
1.7. VALORES POSIBLES DE SER EMITIDOS.....	42
1.8. GARANTÍAS O MEJORA CREDITICIA.....	44
1.8.1. Garantías Internas.....	47
1.8.2. Garantías Externas.....	48
1.9. PROCESO DE COLOCACIÓN DE VALORES EMITIDOS EN EL PROCESO DE TITULIZACIÓN.....	50
1.10. ASPECTOS CONTABLES DE UN PROCESO DE TITULIZACIÓN.....	57
1.11. ASPECTOS TRIBUTARIOS DE LA TITULIZACIÓN EN EL PERÚ.....	64
1.12. COSTOS DE UN PROCESO DE TITULIZACIÓN.....	67
1.13. RIESGOS DE UN PROCESO DE TITULIZACIÓN.....	68
1.14. VENTAJAS DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS.....	71
1.15. DESVENTAJAS DEL PROCESO DE TITULIZACIÓN.....	75
1.16. SITUACIÓN ACTUAL DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ.....	76
CAPÍTULO II : OPORTUNIDAD DE FINANCIAMIENTO.....	116
2.1. DEFINICIÓN DE TÉRMINOS Y CONCEPTOS.....	117
2.2. PRESENTACIÓN DE RESULTADOS DE ENCUESTA A GRANDES EMPRESAS AREQUIPEÑAS.....	120
2.2.1. Objetivo de la Encuesta.....	120
2.2.2. Análisis de Resultados.....	122
2.3. BONOS DE TITULIZACIÓN VS. SISTEMA BANCARIO.....	139
2.3.1. Bonos de Titulización vs. Resultados de la Encuesta.....	140
2.3.2. Tasa de colocación promedio VS. Tasa activa del Sistema Bancario.....	143
2.4. BONOS DE TITULIZACIÓN VS. BONOS CORPORATIVOS.....	147

2.5. ESTIMACIÓN DE LA TASA EFECTIVA ANUAL DE FINANCIAMIENTO DE UNA EMISIÓN DE BONOS DE TITULIZACIÓN.....	153
2.6. DEMANDA ACTUAL Y POTENCIAL DE BONOS DE TITULIZACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO.....	167
2.7. DEMOSTRACIÓN DE LA HIPÓTESIS.....	189
CONCLUSIONES.....	207
RECOMENDACIONES.....	210
BIBLIOGRAFÍA.....	213
ANEXOS.....	222



INDICE DE TABLAS

Tabla N° 1 Calificación de Bonos según principales Clasificadoras de Riesgo	31
Tabla N° 2 Requisitos según Modalidad de Titulización.....	53
Tabla N° 3 Balance General de la empresa “XXX” S.A. (Nuevos Soles).....	58
Tabla N° 4 Balance General de la empresa “XXX” S.A. con un crédito de corto plazo	59
Tabla N° 5 Balance General de la empresa “XXX” S.A. antes del proceso de titulización	60
Tabla N° 6 Balance General de la empresa “XXX” S.A. después del proceso de titulización.....	61
Tabla N° 7 Balance General de la empresa “XXX” S.A después de la colocación de Bonos de titulización (Nuevos Soles).....	62
Tabla N° 8 Indicadores de Mercado	77
Tabla N° 9 Características de la deuda por Tipo de Empresa.....	77
Tabla N° 10 Información Estadística de Bonos	80
Tabla N° 11 Deuda Promedio de Créditos Directos Corporativos	84
Tabla N° 12 Deuda Promedio de Créditos Directos a Grandes Empresas.....	85
Tabla N° 13 Colocación Promedio de Bonos Corporativos y Bonos de Titulización	86
Tabla N° 14 Importancia relativa de Créditos y Emisión en el PBI	87
Tabla N° 15 Participación por Tipo de Bono en la Colocación Anual de Oferta Pública Primaria 2005-2014 Por moneda: En Miles de Nuevos Soles	88
Tabla N° 16 Participación por Tipo de Bono en la Colocación Anual de Oferta Pública Primaria 2005-2014 Por moneda: En Miles de Dólares.....	90
Tabla N° 17 Número de Colocaciones por Tipo de Bono 2005 – 2014	92
Tabla N° 18 Comportamiento de los Bonos de Titulización	94
Tabla N° 19 Colocaciones efectuadas en el año 2005	95
Tabla N° 20 Colocaciones efectuadas en el año 2006	97
Tabla N° 21 Colocaciones efectuadas en el año 2007	99
Tabla N° 22 Colocaciones efectuadas en el año 2008	102
Tabla N° 23 Colocaciones efectuadas en el año 2009	103
Tabla N° 24 Colocaciones efectuadas en el año 2010	105
Tabla N° 25 Colocaciones efectuadas en el año 2011	106
Tabla N° 26 Colocaciones efectuadas en el año 2012	108
Tabla N° 27 Colocaciones efectuadas en el año 2013	109
Tabla N° 28 Colocaciones efectuadas en el año 2014	112
Tabla N° 29 Activos Titulizados entre los años 2005-2014	114
Tabla N° 30 Tamaño de la empresa según N° de trabajadores y Ventas anuales	121
Tabla N° 31 Clasificación de grandes empresas arequipeñas por sectores.....	121
Tabla N° 32 Promedio de tasa de interés pagada por los créditos a Largo Plazo	127
Tabla N° 33 Promedio de tiempos de los créditos solicitados según la tasa de Interés	129
Tabla N° 34 Cantidad de empresas que entrarían al Mercado de Valores según tasa de interés pagada..	131
Tabla N° 35 Cantidad de empresas interesadas en ingresar al Mercado de Valores y utilizar la Titulización de Activos	136
Tabla N° 36 Cantidad de empresas interesadas en utilizar la Titulización de Activos según la tasa promedio que pagan por sus créditos.....	138
Tabla N° 37 Tasa de Colocación Promedio Anual de Bonos de Titulización	141

Tabla N° 38 Comparación de la Tasa activa en moneda nacional y extranjera con la tasa de colocación de Bonos de titulización.....	144
Tabla N° 39 Comparación Tasa de Colocación de Bonos de Titulización y Bonos Corporativos	149
Tabla N° 40 Costo de Emisión de Bonos de Titulización en el Mercado Peruano de Capitales	159
Tabla N° 41 Estimación de la TEA de financiamiento de una emisión de US\$ 5 Millones.....	161
Tabla N° 42 Estimación de la TEA de financiamiento de una emisión de US\$ 10 Millones.....	162
Tabla N° 43 Estimación de la TEA de financiamiento de una emisión de US\$ 15 Millones.....	163
Tabla N° 44 Estimación de la TEA de financiamiento de una emisión de US\$ 20 Millones.....	164
Tabla N° 45 Estimación del impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento de una emisión de Bonos de Titulización	165
Tabla N° 46 Portafolio Administrado por los Inversionistas Institucionales	169
Tabla N° 47 Cartera Administrada por Instrumento Financiero y AFP (En miles de nuevos soles).....	173
Tabla N° 48 Cartera Administrada por Fondos Mutuos (En Miles de Nuevos Soles).....	177
Tabla N° 49 Cartera Administrada por Compañías de Seguros (En Miles de Nuevos Soles).....	180
Tabla N° 50 Monto invertido en Depósitos a Plazos y Certificados por las AFP.....	185
Tabla N° 51 Monto invertido en Depósitos a Plazos y de Ahorro por los Fondos Mutuos.....	185
Tabla N° 52 Monto invertido en Depósitos a Plazos y de Ahorros por las Compañías de Seguros	185
Tabla N° 53 Cantidad de empresas interesadas en ingresar al Mercado de Valores y utilizar la Titulización de Activos	194
Tabla N° 54 Cantidad de empresas interesadas en utilizar la Titulización de Activos según la tasa promedio que pagan por sus créditos.....	195
Tabla N° 55 Comparación: Tasa de Colocación de Bonos de Titulización y Bonos Corporativos	199
Tabla N° 56 Costo de Emisión de Bonos de Titulización en el Mercado Peruano de Capitales	201
Tabla N° 57 Estimación del impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento de una emisión de Bonos de Titulización	202

INDICE DE GRÁFICOS

Gráfico N° 1 Esquema básico de Fideicomiso de Titulización.....	39
Gráfico N° 2 Esquema básico de Sociedad de Propósito Especial	41
Gráfico N° 3 Oferta Pública Primaria.....	79
Gráfico N° 4 Demanda Potencial Vs. Oferta de Valores	80
Gráfico N° 5 Número de Personas Naturales.....	81
Gráfico N° 6 Número de Personas Jurídicas.....	82
Gráfico N° 7 Financiamiento Empresarial.....	83
Gráfico N° 8 ¿Cuál es la fuente de financiamiento que utiliza en su empresa?.....	123
Gráfico N° 9 ¿Qué toma en cuenta al momento de escoger una fuente de financiamiento?	124
Gráfico N° 10 ¿Cuál es el promedio de la Tasa de Interés que paga por sus créditos obtenidos?.....	125
Gráfico N° 11 ¿Cuál es el plazo de tiempo de los créditos solicitados hasta el momento?.....	126
Gráfico N° 12 ¿Cuál es el tiempo promedio de los créditos solicitados hasta el momento?	128
Gráfico N° 13 ¿Estaría Ud. Interesado en obtener financiamiento a través del Mercado de Valores?....	130
Gráfico N° 14 ¿Por qué no estaría interesado en ingresar al Mercado de Valores?	132
Gráfico N° 15 ¿Conoce Ud. lo que es la Titulización de Activos?.....	134
Gráfico N° 16 ¿Estaría Ud. Interesado en obtener financiamiento a través de este instrumento?	135
Gráfico N° 17 ¿Por qué no estaría interesado en utilizar la Titulización de Activos?.....	137
Gráfico N° 18 Tasas de Colocación Promedio en comparación con Tasa de Interés Promedio pagada por Empresas Arequipeñas.....	142
Gráfico N° 19 Crecimiento del Portafolio Administrado por los Inversionistas Institucionales	169
Gráfico N° 20 Participación Promedio por emisor local en la Cartera de las AFP.....	174
Gráfico N° 21 Crecimiento de la Inversión en Bonos de Titulización por parte de las AFP.....	175
Gráfico N° 22 Participación por Tipo de Bono en la cartera administrada por los Fondos Mutuos.....	178
Gráfico N° 23 Crecimiento de la Inversión en Bonos de Titulización por parte de los Fondos Mutuos..	179
Gráfico N° 24 Participación Promedio de la Cartera Administrada por las Compañías de Seguros	181
Gráfico N° 25 Participación por emisor en las inversiones locales	183
Gráfico N° 26 Crecimiento de la Cartera Administrada por las Compañías de Seguros.....	184
Gráfico N° 27 Crecimiento de la inversión en depósitos de ahorro/a plazos por los Inversionistas Institucionales	187
Gráfico N° 28 Monto Colocado de Bonos de Titulización (Miles de Nuevos Soles).....	190
Gráfico N° 29 Monto Colocado de Bonos de Titulización (Miles de Dólares)	190
Gráfico N° 30 Participación promedio por tipo de Bono denominado en Moneda Nacional Periodo 2005 - 2015	191
Gráfico N° 31 Participación promedio por tipo de Bono denominado en Moneda Extranjera Periodo 2005 - 2015	192
Gráfico N° 32 ¿Cuál es el promedio de la Tasa de Interés que paga por sus créditos obtenidos?.....	193
Gráfico N° 33 Tasas de Colocación Promedio en comparación con Tasa de Interés Promedio pagada por Empresas Arequipeñas.....	196
Gráfico N° 34 Monto invertido en Bonos de Titulización por Inversionistas Institucionales Periodo 2005 - 2014	204

INTRODUCCIÓN

En un mundo globalizado como el nuestro, donde la mayor necesidad de financiamiento a un menor costo ha impulsado a las empresas a desintermediar sus operaciones financieras y buscar instrumentos financieros que optimicen el uso de sus activos, el Perú, país cuya apertura económica ha logrado modificar dramáticamente la manera de financiarse, ha desarrollado un Mercado de Valores, que brinda a las empresas la posibilidad de evitar a los intermediarios financieros y obtener financiamiento directo de los inversionistas a menores tasas de interés. Sin embargo, en nuestro país, aún son pocas las empresas que apuestan por esta fuente de financiamiento, especialmente aquellas ubicadas en departamentos diferentes a Lima, ya no por su complejidad o la inestabilidad económica, sino por la existencia de empresas familiares y cerradas que desconocen los beneficios que ésta fuente brinda o por las altas clasificaciones de riesgo que exigen los inversionistas. Ante este panorama, la Titulización de Activos puede representar una alternativa adecuada para aquellas empresas que cumplan con los requisitos, ya que al crear un patrimonio autónomo con ciertos activos de la empresa originadora y emitir valores contra este patrimonio se puede obtener una mejor clasificación de riesgo que otros instrumentos emitidos por la propia empresa, entre otras ventajas.

La Titulización de Activos se comenzó a regular en nuestro país en octubre de 1996, lográndose así la primera operación en el Mercado de Valores peruano en julio de 1998, por un monto de US\$ 20'000,000 a través de la titulización de las cuentas por cobrar de la empresa Ferreyros S.A. Hoy en día, gracias a la continua adecuación de la regulación a las necesidades de las empresas nacionales, es que se ha logrado una participación constante de este tipo de instrumento en el Mercado de Valores local a pesar de la crisis financiera internacional, alcanzando en los últimos 10 años, un monto total de colocación de 1'165,254 miles de nuevos soles y 1'232,902 miles de

dólares a tasas de interés que han oscilado entre el 3% y 8%. Por otro lado las empresas originadoras forman parte de diversos sectores económicos, tales como el sector financiero o el de construcción, sin embargo el principal propósito de los fondos obtenidos mediante la emisión de bonos de titulización, aparte de obtener liquidez, es el de modificar su estructura financiera mediante la refinanciación de sus pasivos.

A partir de esta premisa y gracias a la información brindada por la Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria (SUNAT) se determinó que son 75 las grandes empresas capaces de cumplir con los requisitos para acceder al Mercado de Valores local. Sin embargo, ninguna de estas empresas, a pesar de pertenecer a la segunda ciudad más industrializada del país, han optado por Titulizar sus activos, sino que muestran una preferencia por obtener financiamiento a través del Sistema Bancario.

Es por esta razón que el objetivo de nuestra investigación es determinar si este nuevo instrumento financiero puede brindar una oportunidad de financiamiento a las grandes empresas Arequipeñas, al demostrar que a través de la emisión de Bonos Titulización, estas pueden obtener tasas menores o iguales a las que actualmente obtienen del Sistema Bancario y las que obtendrían al emitir otro tipo de bonos en el Mercado de Valores.

El método utilizado ha consistido en la revisión de la literatura existente sobre la Titulización de Activos en el Perú, tanto en aspectos económicos como legales; en el análisis de datos estadísticos, tanto de la evolución de los Bonos de titulización en el Mercado de Valores local, como del comportamiento de los Inversionistas Institucionales, los cuales representan los principales demandantes de este tipo de instrumento. Por último se realizaron encuestas a las

principales grandes empresas de la ciudad de Arequipa, con la finalidad de recabar información relacionada a las fuentes de financiamiento que estas utilizan.

Por último creemos que a pesar de su escaso desarrollo, las posibilidades de titulización que se presentan en el Perú son innumerables, brindándole una nueva dimensión a la intermediación financiera tradicional. Sin embargo es necesario dar a conocer las ventajas y oportunidades que este instrumento puede brindar. Por esta razón nuestra investigación se divide en dos capítulos:

En el Capítulo 1 se presenta una descripción de la Titulización de Activos, desde sus agentes participantes, modalidades, garantías, riesgos, hasta los pasos necesarios para llevar a cabo un proceso de Titulización. A su vez se analiza los aspectos tributarios y contables implicados en una operación como esta y finalmente se detalla las ventajas y desventajas, así como la situación actual de los Bonos de titulización dentro del Mercado de Valores Peruano.

En el Capítulo 2 se presentan los resultados obtenidos de la encuesta realizada; la comparación de los mismos con los datos estadísticos relacionados a las tasas de interés obtenidas por la colocación de Bonos de Titulización, así como una comparación de estas últimas con las tasas de interés activa en moneda nacional y extranjera otorgadas por el Sistema Bancario. Por último se lleva a cabo la comparación de las tasas de interés obtenidas por la colocación de Bonos de Titulización y de Bonos Corporativos.

CAPÍTULO I

LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

En el presente capítulo se estudiará a la Titulización de Activos en el Perú: sus, participantes, características, modalidades, garantías, el proceso de colocación del mismo, aspectos contables, como tributarios, los riesgos en el que se pueden incurrir, las ventajas, desventajas y el análisis de la evolución de los Bonos de Titulización en el Mercado de Valores Peruano tanto en nuevos soles como en dólares, considerando aspectos tanto financieros como económicos.

Para una mejor comprensión creemos necesario definir Términos, Conceptos y Marco Referencial. Por otro lado, en éste capítulo se logra estudiar la variable independiente “Titulización de Activos” de la investigación y los objetivos planteados, referidos a ésta variable.

1.1. DEFINICIÓN DE TÉRMINOS Y CONCEPTOS

1.1.1. Activo Subyacente

Se denomina activo subyacente al activo financiero (acciones, bonos, índice bursátil o de activos financieros) que es objeto de un contrato normalizado de los negociados en el mercado. (Diccionario Económico – Expansión.com)

1.1.2. Bono (Bond)

Título emitido por un prestatario que obliga al emisor a realizar pagos específicos en un periodo determinado y reconociendo una tasa de interés implícita. El pago de intereses suele efectuarse en forma semestral y anual. Los emisores suelen ser gobiernos, municipalidades y entidades corporativas. A los bonos que tienen un vencimiento menor

a 5 años se les denomina de corto plazo, entre 6 y 15 años de mediano plazo y más de 15 años de largo plazo. (Glosario de Términos Económicos – BCRP s.f.)

1.1.3. Bonos de Titulización (Securitization Bonds)

Son valores negociables de renta fija con rendimiento explícito, emitidos como resultado de la independización de un grupo de activos de una empresa en un patrimonio autónomo para respaldar esos bonos (titulización). (Glosario de Términos Económicos – BCRP s.f.)

1.1.4. Bonos Corporativos

Obligación emitida por una empresa para captar fondos que le permitan financiar sus operaciones y proyectos. Los bonos son emitidos a un valor nominal que será pagado al tenedor en la fecha de vencimiento (rescate). El monto del bono devenga un interés que puede pagarse íntegramente al vencimiento o en cuotas periódicas (cupones). (Glosario de Términos Económicos – BCRP s.f.)

1.1.5. Fideicomiso

Una relación jurídica por la cual un fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominado fiduciario, para la construcción de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de éste último y afecto al cumplimiento de un fin específico a favor del fideicomitente o de un tercero denominado fideicomisario. (Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros – SBS 2009)

1.1.6. Inversión de Renta Fija

La rentabilidad de su inversión está dada por una tasa fija de interés, pactada para todo el período de duración de la inversión. El título valor que recibe a cambio de su dinero especifica las condiciones y características del tipo de inversión. Bonos, certificados de depósito, títulos públicos, entre otros. (Terminología - SMV, s.f.)

1.1.7. Margen (Spread)

- “Banking spread: Diferencia entre los intereses que pagan las entidades bancarias por sus operaciones pasivas y los que éstas reciben como rentabilidad de sus operaciones activas”.
- “Bonds spread: Diferencia entre el rendimiento de bonos de la misma calidad pero con diferentes vencimientos; también puede referirse a la diferencia entre bonos con el mismo vencimiento pero con diferentes calidades”. (Glosario de Términos Económicos – BCRP s.f.)

1.1.8. Mercado Bursátil

“Organización formal del mercado de valores propia de las Bolsas de Valores”
(Glosario de Términos – BVL s.f.)

1.1.9. Mercado de Capitales

“Es el conjunto de instituciones, instrumentos financieros y canales que hacen posible el flujo de capitales desde las personas que ahorran hacia las que invierten. El mercado de capitales se orienta hacia el mediano y largo plazo”. (Glosario de Términos – BVL s.f.)

1.1.10. Mercado de Valores

“Segmento del Mercado de Capitales, al que concurren ofertantes y demandantes de valores mobiliarios, en donde se transan valores negociables desde su emisión, primera colocación, transferencia, hasta la extinción del título, en que intervienen unidades deficitarias o superavitarias actuando como intermediarios los bancos, instituciones financieras y la bolsa de valores a través de sus agentes de intermediación. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario”. (Terminología - SMV, s.f.)

1.1.11. Mercado Primario

“Es el proceso de venta inicial de una emisión de títulos valores, también conocido como colocación primaria, es decir, es aquel donde se colocan y negocian por primera vez los títulos que se emiten” (Glosario de Términos – BVL s.f.)

1.1.12. Oferta Privada

“Es aquella en la que no se emplean medios masivos de difusión. Van dirigidas exclusivamente a inversionistas institucionales, o son valores cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo es igual o superior a S/. 250,000”. (Glosario de Términos – BVL s.f.)

1.1.13. Oferta Pública

“Es oferta pública de valores mobiliarios la invitación, adecuadamente difundida, que una o más personas naturales o jurídicas dirigen al público en general, o a determinados segmentos de éste, para realizar cualquier acto jurídico referido a la

colocación, adquisición o disposición de valores mobiliarios”. (Glosario de Términos – BVL s.f.)

1.1.14. Oferta Pública Primaria

“Es la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas.”
(Glosario de Términos – BVL s.f.)

1.1.15. Patrimonio Autónomo

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. (Jesús Tong y Enrique Díaz 2003)

1.1.16. Sobrecolateralización

Es el mecanismo por el cual se establece un margen entre el valor de los activos objeto de Titulización y el valor de los títulos emitidos en razón de la misma. Este margen deberá ser proporcional al riesgo derivado de la acreencia originada en los activos titulizados. (LAZO NAVARRO, JORGE; 2007)

1.1.17. Tasa cupón

Los bonos requieren que se pague un cantidad fija de intereses al año (o más comúnmente, cada seis meses). Cuando este pago de cupón, como se le conoce, se divide entre el valor a la par, el resultado será una tasa cupón. Este pago, que se fija en el momento de emitir el bono, mantiene su vigencia durante la vida del bono. Casi siempre al momento de emitir el bono, su pago de cupón se establece en un nivel que le permita ser emitido a su valor a la par aproximado. (BRIGHAM Y HOUSTON, 2008)

1.1.18. Tasa Efectiva Anual (TEA)

La Tasa Efectiva Anual es la tasa de interés que calcula el costo o valor de interés esperado en un plazo de un año, ya sea calculado en base a un año de 360 o 365 días. La TEA es el principal parámetro de comparación para evaluar el costo de un préstamo o crédito. (Comparabien.com.pe)

1.1.19. Tasa de Interés

Precio que se paga por el uso del dinero. Suele expresarse en términos porcentuales y referirse a un periodo de un año. (Glosario de Términos Económicos – BCRP s.f.)

1.1.20. Tasa de rentabilidad interna (TIR)

Es la tasa de descuento que hace que el valor actual neto (VAN) sea igual a cero. Es decir, es la tasa de descuento que permite que el valor actual de los flujos de entrada (positivos) sea igual al flujo de salida inicial y otros flujos negativos actualizados de un proyecto de inversión. En el análisis de inversiones, para que un proyecto se considere

rentable, su TIR debe ser superior al costo del capital empleado. (Glosario de Términos Económicos – BCRP s.f.)

1.1.21. Valores Mobiliarios

Son aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación de capital, el patrimonio o las utilidades del emisor”. (Ley del Mercado de Valores, Art. 3 – SMV).

1.2. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: CONCEPTO

El término “Titulización” proviene de la lengua anglosajona “security”, siendo una traducción del término “securitization” o “securitisation”. Sin embargo la Real Academia de la lengua Española no define este término, por lo que nuestro país decidió utilizar el término Titulización, similar al utilizado en España.

Como principal concepto tenemos el expuesto por la Ley de Mercado de Valores Peruano, el cual define a la Titulización de Activos cómo el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio, comprendiendo la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores; por otro lado, la misma ley señala que, para los procesos de titulización, se entenderá por activos a los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos.

Por otro lado, hemos tomado en cuenta la definición brindada por diversos autores, siendo los principales los mostrados a continuación:

- Ross, Westerfield y Jaffe definieron en su libro “Finanzas Corporativas” (2005) a la titulización de activos como un mecanismo alternativo de financiamiento que consiste en transformar activos ilíquidos o de lenta rotación en valores mobiliarios que son colocados en los mercados de capitales. Además, permite tener dinero en efectivo, posibilitando a las empresas contar con los recursos de inversión necesarios para cumplir con sus objetivos inmediatos.
- Según el Argentino Silvio Lisoprawski (1995), la titulización consiste en mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones que son colocadas entre inversores, convirtiéndose así en una fuente alternativa de financiamiento que permite la movilización de activos de los balances.
- Por último para Steven L. Schwarcz (1994) la Titulización es una forma de acelerar el ciclo de flujo de distintos negocios, utilizando como base diversos activos agrupados y creando con ellos estructuras aisladas, asegurando un grado suficiente de garantías a las fuentes de financiamiento, que se alcanzarán mediante la colocación de títulos valores o participaciones en el flujo de fondos producidos por esos activos subyacentes.

En conclusión, y luego de todo lo expuesto anteriormente, nos atrevemos a definir a la titulización como: **“El proceso que permite, al transferir activos ilíquidos y flujos futuros homogéneos a un patrimonio autónomo, emitir valores mobiliarios negociables para luego ser colocados mediante oferta pública o privada en el Mercado de Valores y ser adquiridos por terceros inversionistas. Convirtiéndose así en una fuente de financiamiento directa para las empresas nacionales”.**

1.3. ANTECEDENTES DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Según Javier Benavides (2000) la figura natural de la titulización de activos es el fideicomiso, el cual fue creado para enfrentar el temor a las confiscaciones sucesivas a las guerras y persecuciones políticas en Inglaterra, así mismo sirvió como escape para aquellas corporaciones religiosas que poseían bienes.

La titulización tal como la conocemos hoy, nace en 1970 en Estados Unidos buscando un mecanismo que permitiera ampliar la base del crédito hipotecario sin dañar a las instituciones financieras por exceso de las mismas, siendo necesario desplazar esas deudas al Mercado de Valores. Sin embargo se ha demostrado que la titulización de activos no es una actividad moderna en el mundo; ya que su utilización data de siglos atrás; siendo así que en 1880 la venta y traspaso de préstamos y deudas o participaciones era un hecho común en la Inglaterra post-industrial. Incluso hay historiadores que datan el traspaso de ventas futuras de arroz entre señores feudales en el Japón del siglo XII.

El desarrollo de la titulización en nuestro país empieza, según la SMV, en noviembre de 1996 cuando se promulgó el Decreto Legislativo N°861 y N°862 de la Ley del Mercado de Valores, ya que permitió la adecuación de la regulación a estándares internacionales y alentó la creación de nuevos mecanismos para canalizar el ahorro a las actividades productivas.

Por otro lado Jorge Lazo Navarro (2007) opina que en el Perú ha sido de suma importancia para el desarrollo de la titulización de activos el crecimiento del Mercado de Valores, el cual ha dado lugar a una sofisticación cada vez mayor de los instrumentos que se ofrecen a los inversionistas en general, en este caso los bonos de titulización; y más aún, a los denominados inversionistas institucionales, quienes demandan mejores niveles de

rentabilidad y de seguridad para su inversión. Generando progresivamente un cambio en el rol de la banca local, en lo que a monopolio de financiamiento se refiere.

1.4. PARTICIPANTES DEL PROCESO DE TITULIZACIÓN

Como se denota en el concepto, la titulización de activos puede ser considerada como un proceso complejo, ya que para desarrollarlo es necesaria la intervención de diversos agentes participantes. Por ello, más que hablar de sujetos, lo que se verá a continuación son las funciones que realizan cada uno de ellos dentro del proceso de Titulización, debido a que un mismo agente puede realizar diversas funciones.

a) **Originador (También llamado Fideicomitente):**

Según el artículo 292 de la ley del Mercado de Valores, “Es la persona en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo y que se obliga a transferir los activos que la integrarán”. En otras palabras, el originador es una persona jurídica con necesidad de financiamiento, que logra obtener liquidez a través de la transferencia de sus activos inmovilizados.

Por otro lado el rol del originador o fideicomitente no solo consiste en empaquetar o agrupar sus activos, sino que debe evaluar que activos va a transferir, es decir cuales poseen las mismas características, para lograr así, una cartera homogénea.

A pesar de encontrar diversos instrumentos financieros disponibles en el mercado que le ayuden a obtener financiamiento creemos necesario mencionar algunas de las motivaciones que según Steven L. Schwarcz podría tener el originador para escoger a la titulización de Activos como fuente de financiamiento, estas serían:

- **Remoción de activos y Financiamiento asociado:** La posibilidad de aislar un activo financiero de las cuentas y reportes de la empresa facilita al originador orientar su capital propio hacia actividades del negocio mucho más necesitadas. Dicho mecanismo puede hacer que se logre un mejor equilibrio en el conjunto de acreedores, así como en sus plazos y garantías asociadas, lo cual implica el desarrollo de políticas de endeudamiento más sanas. Además al extraer los activos financieros y la deuda asociada a dichos activos financieros de la empresa, se logra que indicadores financieros tales como los de endeudamiento patrimonial y de capital/activos varíen hacia niveles de mayor aceptación dentro de la industria. Tratándose de instituciones financieras, éstas encuentran una solución a la disyuntiva de reducir su nivel de colocaciones o aumentar su capital.
- **Obtención de menores costos totales de financiamiento:** La menor percepción riesgo de una operación de Titulización de Activos se deriva de la separación patrimonial del grupo de activos, lo cual permite otorgar al inversionista: a) una garantía de pago superior, b) una separación del flujo de pagos de una empresa que tiene un riesgo distinto por las otras actividades económicas que desempeña, y c) una efectiva separación del riesgo de insolvencia o quiebra del originador que no afecta a los valores emitidos.
- **Obtener fuentes de financiamiento alternativas:** Las instituciones financieras reaccionan de diferentes maneras al ciclo económico que atraviesa la economía, pudiendo verse afectada la capacidad de financiamiento de las empresas, siendo necesario buscar otras fuentes alternativas como el Mercado de Capitales. Sin embargo es necesario ofertar valores de alta calidad para atraer inversionistas, que

de otra manera no estarían dispuestos a otorgar fondos a tasa de interés menores. La titulización de activos puede lograr que algunas actividades de la empresa se autofinancien, al traspasar a los inversionistas los derechos sobre los flujos de efectivo de un grupo de activos.

- ***Obtención de una base variada de Inversionistas:*** La empresa que busca financiarse a través del Mercado de Valores puede acceder a varios tipos de inversionistas, como los denominados institucionales los cuales tienen restricciones respecto al monto que pueden invertir, de tal manera que no saturen un segmento del mercado influenciando en su precio, por razones ajenas a sus condiciones económicas o perspectivas.
- ***Calce entre activos y pasivos financieros:*** Si la empresa no se preocupa o no puede adecuar los vencimientos de sus activos financieros con el financiamiento que permitió obtenerlos, se corre el riesgo de no poder pagar oportunamente las obligaciones contraídas, incurriendo en ocasiones en pérdidas al comparar los costos de financiamiento con las ganancias atribuibles a dichos activos. Una titulización de activos puede resolver dicho problema al equiparar el vencimiento de los valores con el vencimiento de los activos que se busca financiar.

b) Emisor (También llamado fiduciario o vehículo de propósito exclusivo):

El vehículo de propósito exclusivo (VPE) es el encargado de salvaguardar los activos vendidos, cedidos o endosados por el originador y emitir los títulos valores en oferta pública u oferta privada con respaldo del patrimonio autónomo conformado. Posteriormente el precio de compra de los activos es pagado con el producto de la colocación de los valores en el Mercado de Valores; a su vez el VPE es el responsable

directo por el pago puntual de los valores frente a los inversionistas tenedores de los mismos.

Sin embargo para que la labor del VPE se realice de manera eficiente es necesaria la transparencia por parte del originador, ya que el proceso de transferir los activos logra aislar el riesgo de insolvencia y quiebra que pueda afectar al mismo. Siendo necesario que la calidad crediticia de los activos a ser titulizados no esté ligada a la calidad crediticia del originador. En otras palabras, al transferir los activos, ya sea mediante venta, cesión o endoso el emisor se convierte en la “envoltura” que servirá para aislar los activos transferidos, de tal modo que queden fuera del alcance de los acreedores del originador, mejorando la calidad crediticia del instrumento a emitirse. Por estas razones este agente es el participante más importante en el proceso de titulización.

Javier Benavides Gonzales considera que las áreas o aspectos que deben ser considerados en la formación de la estructura de una entidad emisora deben ser al menos los siguientes:

- i. Las actividades de negocio admitidas para el vehículo de propósito exclusivo.
- ii. Las obligaciones con terceros permitidas a dicho vehículo.
- iii. Los derechos de los futuros tenedores de valores y probables responsabilidades frente a terceros por los activos del vehículo o procesos contra dichos activos.
- iv. La estructura interna del vehículo de propósito exclusivo.
- v. El proceso de toma de decisiones respecto del posible inicio de un caso de declaración voluntaria de quiebra; y

- vi. La estructuración del vehículo conducente a la reducción de las probabilidades de una declaración de insolvencia involuntaria (promovida por terceros).

Es necesario acotar que ya que los vehículos de propósito exclusivo no son “a prueba de quiebra”, resulta necesario que al menos uno de los directores de dichas sociedades, sea independiente del originador o sus relacionados.

En nuestra legislación se considera como vehículo de propósito exclusivo a las Sociedades Tituladoras y a las Sociedades de Propósito Especial.

En el caso específico de una Sociedad de Propósito Especial, el acuerdo societario deberá proveer la seguridad de que los fines de la sociedad se limitarán a la posesión, manutención, operación y realización de transacciones con los activos subyacentes. Es decir, una Sociedad de Propósito especial es constituida por el propio originador mediante el aporte esencial de activos crediticios¹, tales como carteras de créditos, más no activos destinados a financiar obras de infraestructura o servicio público, convirtiéndose él mismo en fiduciario del patrimonio constituido.

A su vez la capacidad de endeudamiento de esta sociedad deberá estar limitada a:

- i. La emisión de valores por oferta pública o privada.

¹ Se considera como activos crediticios principalmente a préstamos comerciales, hipotecarios o de consumo. Los principales factores de riesgo pueden atribuirse a la calidad del emisor, el cambio de la calidad crediticia durante el periodo de vida del crédito, la concentración del riesgo dentro del portafolios, o bien el riesgo sectorial, entre otros.

- ii. Al endeudamiento, con el fin de lograr mejoras crediticias para los valores emitidos (por ejemplo las cartas fianzas usadas como soporte adicional) o de otros pasivos que incurran en el manejo del negocio.

Desde el punto de vista de una Sociedad Titulizadora, nuestra legislación establece que las únicas que se encuentran facultadas para actuar como tal son aquellas que están debidamente autorizadas por la SMV. Además dichas sociedades pueden tener a su cargo la administración de uno o más patrimonios fideicomitidos, incluso se encuentran facultadas a adquirir activos con la finalidad de titularlos posteriormente.

Actualmente las Sociedades Titulizadoras autorizadas son: Acres Sociedad Titulizadora S.A; Citicorp Perú Sociedad Titulizadora S.A; Continental Sociedad Titulizadora S.A; Credicorp Capital Sociedad Titulizadora S.A; Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A; Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A; Scotia Sociedad Titulizadora S.A y Trust Sociedad Titulizadora S.A.

Finalmente optar por una u otra sociedad dependerá del originador, creemos que para dicha elección debe tomarse en cuenta los tipos de activos, así como los costos de constitución de cada una de ellas, entre otros. Más adelante se realizará un estudio más profundo de ambos vehículos.

c) Estructurador del proceso:

Según la SMV es aquella entidad que por la especialización de sus actividades, se encarga de diseñar la estructura jurídica, las características financieras y de difusión de la

información, correspondiente al proceso de titulización. Dicha tarea involucra conocer detalladamente los objetivos, necesidades, recursos y posibilidades de cada operación y participantes del proceso de titulización a fin de viabilizar dicho proceso.

Actualmente en el Mercado de Capitales Peruano encontramos a 5 empresas autorizadas que son: Apoyo Consultoría S.A.; BTG Pactua Perú S.A.C; Credicorp Capital Servicios Financieros; LXG Capital S.A.C. y Summa Asesores Financieros S.A.

d) Servidor:

También llamado “administrador”, es el encargado de conservar los activos y flujos, de cobrar y orientar los pagos efectuados por los deudores originales.

Alcázar Uzátegui, Rafael lo define como la “Entidad encargada de administrar los activos objeto de la titulización y recaudar los flujos provenientes de los mismos, siendo importante mencionar que el servidor puede ser el mismo originador”.

e) Mejorador:

Según la Ley del Mercado de Valores, es aquel que cede garantías adicionales a las que ofrece el originador para el pago de los derechos que confieren los valores emitidos. Las garantías normales con las que cuentan los bonos emitidos son los activos subyacentes que constituyen el patrimonio autónomo, cuyos flujos son destinados exclusivamente al pago de los cupones de los bonos emitidos. En forma complementaria existen una serie de mecanismos orientados a obtener las garantías adicionales a la operación, que prevén la eventual insuficiencia del flujo de fondos provenientes de los activos titulizados.

Adicionalmente para Miguel Denegri, el mejorador, además de garante financiero, sirve para certificar la calidad de los activos subyacentes de la emisión a lo largo de la

vigencia de los valores emitidos; así como ser proveedor de liquidez, a efectos de garantizar la cancelación puntual de los pagos que los valores generen a favor de sus tenedores.

Por último y según el artículo 33 del Reglamento del Fideicomiso y de las empresas de Servicios Fiduciarios brindada por la SBS, los mejoradores podrán otorgar mecanismos de cobertura siempre y cuando cumplan con las siguientes condiciones:

- i. Los mecanismos de cobertura deberán registrarse contablemente según su naturaleza. Tratándose de la sustitución de cartera, avales y otros similares se registrarán como contingentes.
- ii. Los mecanismos de cobertura que se registren como activos y contingentes, serán ponderados por riesgo crediticio de manera proporcional a la ponderación correspondiente a los bienes transferidos en el fideicomiso.

f) Clasificadoras de Riesgo:

Son sociedades dedicadas al análisis (mediante fórmulas y manuales) de la calidad crediticia, orientadas a determinar el grado de riesgo del negocio desde la perspectiva del inversionista. Es así que la clasificación de riesgo es un proceso que consiste en identificar los distintos elementos que influyen en el riesgo de un valor, evaluando su impacto en el mismo y finalmente, expresar una opinión acerca de la calidad de los valores.

Básicamente su estudio gira en torno a 3 aspectos:

- i. Las probabilidades del incumplimiento del emisor.
- ii. La naturaleza y fuentes del recurso de la operación.
- iii. La posición del inversionista en el supuesto de la quiebra del deudor.

En los procesos de titulización y toda vez que la emisión de valores mobiliarios sea respaldada por un patrimonio autónomo formado por los activos transferidos, la clasificación gira:

- i. Entorno a la calidad de los activos.
- ii. En la capacidad para generar los recursos necesarios para satisfacer el compromiso asumido con los inversionistas.
- iii. Así como las fuentes o alternativas de garantías adicionales que realzan la capacidad de pago de los activos titulizados.

Por ejemplo, la metodología usada por Apoyo y Asociados Internacionales S.A.C. consiste en analizar la experiencia y antecedentes de todos los partícipes del fideicomiso en la medida que su participación afecte a la clasificación. Pudiendo tener acceso al proceso completo en el Anexo N° 2.

Por otro lado, la clasificación de riesgo en el Perú se encuentra regulada por la Resolución de la SMV N° 0,74-98-EF/94.10, donde señala que la clasificación de riesgo de un valor representativo de deuda es una opinión expresada en categorías respecto de la posibilidad de riesgo y de la capacidad e intención del emisor de cumplir con obligaciones asumidas en las condiciones y plazos convenidos en un contrato de emisión, así mismo se señala que la clasificación de riesgo no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener un valor. Por lo tanto la Calificación para los instrumentos de deuda empleada por la mayor cantidad de empresas de clasificación de banca internacional y de inversiones es la siguiente:

Tabla N° 1
Calificación de Bonos según principales Clasificadoras de Riesgo

Grado de Inversión			Grado Especulativo o Bono Chatarra		
S&P	Moody's	Interpretación	S&P	Moody's	Interpretación
AAA	Aaa	Alta calidad con grados de pequeño riesgo	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Probable cumplimiento con calidad de crédito cuestionable
AA+ AA AA-	Aa1 Aa2 Aa3	Alta calidad con riesgo de crédito muy bajo	B+ B B-	B1 B2 B3	Sujeto a especulaciones y alto riesgo crediticio
A+ A A-	A1 A2 A3	Grado medio-alto de bajo riesgo crediticio	CCC+ CCC CCC-	Caa 1 Caa 2 Caa 3	Posición pobre y riesgo de crédito muy alto
BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3	Grado medio de moderado riesgo de crédito	C D	Ca C	En banca rota o en incumplimiento

Fuente: Moody's y Standard & Poor's.

Elaboración: De las autoras

Por último las clasificadoras de riesgo que actualmente están autorizadas por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) son: Apoyo y Asociados Internacionales S.A.C. Clasificadora de riesgo; Clasificadora de Riesgo Pacific Credit Rating S.A.C; Class Asociados S.A. Clasificadora de riesgo y Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

g) Colocador:

Como el nombre lo indica, son entidades que prestan el servicio de promover y colocar efectivamente una emisión de valores. Esto suele darse por medio de la celebración de un contrato de Underwriting entre uno o más agentes colocadores y el emisor de los valores. En nuestro país las empresas que actúan como agente colocador son las Sociedades Agente de Bolsa (SAB), las cuales no solo tienen el rol de promotor,

sino que además asumen la obligación de colocar efectivamente la totalidad o un monto o porción definido de la emisión en el mercado primario de valores, contra el cobro de una comisión por tal servicio. Bajo el mencionado contrato de no hacerse efectiva en su integridad la colocación comprometida, es el propio agente colocador quien entonces asume la obligación de adquirir la porción de valores no colocada.

En lo que respecta a la colocación de la emisión, la colocación privada es la más económica y de mayor celeridad, en comparación al proceso de oferta pública. Sin embargo esta aparente ventaja será contraria ya que es menor el número potencial de compradores, siendo necesario diseñar títulos que satisfagan las necesidades específicas de determinados inversores en cuanto a tasas, plazos, flujos y otras variables decisivas.

h) Inversionista:

También llamado fideicomisario, es quien adquiere los valores emitidos proporcionando los fondos al originador, los inversionistas pueden ser individuales e institucionales. El análisis de estos últimos se desarrollará a más profundidad en el Capítulo 2, para así demostrar la actual demanda de Bonos de Titulización.

1.5. ACTIVOS TITULIZABLES DE ACUERDO A NUESTRA LEGISLACIÓN

Continuando con la investigación, determinaremos que tipo de activos pueden ser susceptibles de titulización, para ello recurriremos a los establecido por la Legislación peruana, la cual indica que son todos aquellos bienes, tangibles o intangibles, muebles e inmuebles, presentes o futuros que formen parte del comercio y sobre los que su titular puede disponer libremente. La transferencia de estos activos se efectúa a través de los actos jurídicos que corresponda de acuerdo a su naturaleza; tratándose de cesión, ésta puede

efectuarse en un acto único, individualizándose cada activo con indicación de sus características.

El artículo 1409 del Código Civil define como bienes futuros a aquellos activos que son considerados antes de su existencia o la esperanza incierta de que existan. Sin embargo, los activos embargados y/o los sujetos a litigio no pueden ser usados en el proceso de titulización. En el caso de bienes futuros, se debe tener especial cuidado en que el deudor de la prestación realice sus mejores esfuerzos para que los bienes existan en el futuro o, en caso contrario, no realizar actividades que pongan en riesgo la existencia del mismo.

En otras palabras, la titulización puede llevarse a cabo sobre cualquier activo (entiéndase bien mueble o inmueble) susceptible de generar un ingreso predecible. Por lo general se cree que al estar asociada la operación de titulización de activos a una forma de financiamiento fuera de balance y una sustitución de activos ilíquidos o de lenta rotación, se presume que la operación será realizada únicamente sobre activos existentes (como es el caso de cuentas por cobrar o inmuebles). Sin embargo, la titulización de activos también puede sustentarse en flujos futuros ciertos o inciertos que pueden originarse de activos existentes o no. Comúnmente, las operaciones de titulización de flujos futuros se sustentan en relaciones contractuales (o de cualquier relación obligatoria que la sustente), a partir de las cuales se devengará en el futuro un flujo cierto de ingresos (como sería el caso de una operación sobre consumos de tarjetas de crédito o derivados del pago de servicios por consumo de energía eléctrica, agua potable o teléfono). Incluso en el Mercado de Valores peruano ha sido mayor la cantidad de colocaciones de Bonos de Titulización respaldados por flujos futuros que aquellos respaldados por activos existentes, tal como veremos más adelante, al momento de estudiar la data histórica de los Bonos de Titulización.

En la actualidad, los principales activos no bancarios objeto de titulización son: cuentas por cobrar, arrendamientos, regalías, concesiones, títulos inscritos en el Mercado de Valores y flujos futuros de proyectos, bienes y flujos de exportación, entre otros. En cuanto a activos bancarios, los más utilizados son: carteras de crédito de las entidades financieras, créditos hipotecarios, flujos de tarjetas de crédito, entre otros.

Así mismo, más adelante en el presente capítulo se estudiará que tipo de activo ha sido más utilizado por las empresas peruanas en sus operaciones de titulización.

Por último resulta importante añadir que desde un punto de vista financiero, la titulización de activos se debe realizar sobre la base de activos que cumplan con los siguientes requisitos básicos:

- A. Deben ser activos de naturaleza o con características homogéneas, ya que los flujos futuros que generen deben ser predecibles.

Lo ideal es que los derechos o créditos derivados de los activos cuenten con la mayor documentación posible de forma tal que el tercero que los adquiera pueda cobrarlos sin ninguna limitación. A su vez dicha información le permite al inversionista calcular el interés fijo que va a reeditar el título emitido así como el índice de siniestralidad y/o morosidad² de los activos subyacentes.

Por lo tanto es necesario, específicamente cuando se titulan créditos, que sus operaciones sean homogéneas lo que facilita y abarata el proceso, consiguiendo así una documentación estandarizada de las operaciones.

- B. Debe ser posible la agrupación de un volumen considerable de activos, que generen un flujo de fondos, matemática y estadísticamente predecibles, para que

² En caso se trate de carteras de créditos u otros activos generadores de un flujo de efectivo.

facilite el análisis del riesgo crediticio del conjunto y permita tener un esquema o programa de pagos de los valores emitidos.

No se puede decir que es necesario un volumen mínimo de activos para realizar la titulización ya que depende de diversos factores como la naturaleza de los activos subyacentes, la diversificación, el riesgo de la cartera, la rentabilidad de las operaciones agrupadas, la clasificación de la cartera y las coberturas necesarias.

- C. Deben de lograrse la diversificación geográfica, socio-económica y de deudores de la cartera, buscando así disminuir el riesgo crediticio.
- D. Calce o concordancia temporal. Es importante empaquetar o conformar un patrimonio a ser titulado con activos que generen flujos de caja periódicos y predecibles, suficientes para atender el pago del principal e intereses, contando con mínimas tasa de morosidad e insolvencia para que la emisión no se encarezca y se pueda compensar mediante coberturas.

1.6. MODALIDADES DE TITULIZACIÓN

Luego de conocer los activos que una empresa puede Titulizar, procederemos a detallar las modalidades que se pueden utilizar para llevar a cabo una titulización de activos, estas resultan muy variadas debido a la propia complejidad de la operación y de las necesidades particulares de cada empresa originadora. Asimismo, cada agente implicado en el proceso tiene diferentes técnicas y requerimientos que hacen a cada operación diferente entre las demás.

Según la bibliografía internacional las modalidades de titulización de activos son: Pass Through, Pay Through y Asset Back Bonds. Sin embargo, en nuestra legislación, según el

Artículo 294 de la Ley del Mercado de Valores, las únicas modalidades permitidas en nuestro país son: el Fideicomiso de Titulización y la Sociedad de Propósito Especial.

1.6.1. Fideicomiso de Titulización

Conocida también como “Pass Through” o “Traspaso”. Esta modalidad implica la transferencia efectiva de los activos que son materia de titulización (debido a que los bienes salen del balance de la entidad originadora) en favor del fiduciario o Sociedad Titulizadora, la que a su vez los incorpora en un patrimonio autónomo, denominado patrimonio autónomo fideicometido, el cual está sujeto a la administración del fiduciario, y contra el cual emite los títulos valores que serán adquiridos posteriormente por los inversionistas. Esta modalidad es la más tradicional. La cartera es transmitida por venta, cesión o endoso, según el activo de que se trate. Sin embargo no existe una transferencia de propiedad, lo que existe es una transferencia de dominio fiduciario.

Los activos que conforman el patrimonio autónomo fideicometido no generan cargos al patrimonio efectivo de la sociedad titulizadora, a menos que por resolución jurisdiccional se le hubiera asignado responsabilidades por mala administración, y por el importe de los daños y perjuicios ocasionados a los activos a su cargo.

Luego de realizar el contrato de fideicomiso, se deberán cumplir ciertas formalidades, como su inscripción en los Registros Públicos de Valores, que se lleva a cabo de manera similar a un contrato para la emisión de obligaciones. Asimismo, se deberá cumplir con las formalidades exigibles para la transferencia efectiva de los activos, las que dependerán de la clase de activos, los cuales pueden ser todos excepto aquellos embargados, y en general sujetos a litigio.

Los valores a emitir pueden otorgar un derecho de crédito a ser cancelado exclusivamente con los activos titulizados, un derecho a participar en el flujo de efectivo generado por ellos, o una combinación de ambos. La emisión se puede llevar a cabo por la Sociedad Titulizadora o por un tercero en el caso de valores representativos de un derecho de crédito, este último puede ser el originador, pero solo usando su nombre, mas no su patrimonio.

Los valores mobiliarios generados son emitidos por oferta pública, inscritos en el Registro Público de Valores y deben presentar toda la documentación relevante, como en cualquier oferta pública tradicional. Una vez colocados, la Sociedad Titulizadora transfiere los recursos obtenidos al originador y a partir de ese momento la Sociedad Titulizadora se encargará de recibir el flujo de efectivo generado por los activos, esto también puede ser delegado, o llevado a cabo por el originador, dependiendo del contrato. Por otro lado los inversionistas o fideicomisarios se reúnen en juntas para tomar las decisiones que les competen según el contrato de fideicomiso, como por ejemplo el derecho a remover a la Sociedad titulizadora si no cumple con sus funciones y obligaciones. Una vez que son pagados los valores, el fideicomiso se extingue y si no se hubiera establecido algo diferente, el remanente es entregado a la persona designada en el contrato.

Por último esta modalidad al estar sustentada en una transferencia fiduciaria de los activos, es necesario revisar los alcances del contrato de fideicomiso, el cual permite:

- Asignar un número determinado de activos al pago del principal e intereses de los valores emitidos.

- Que los bienes transferidos no se incorporen al patrimonio de la persona o empresa adquirente, sino que adquieran una personería jurídica propia cuya titularidad es ejercida por el adquirente.

De esta forma los bienes solo responderán por las obligaciones emitidas con el respaldo de estos, y no por las derivadas de las actividades de la empresa emisora. En consecuencia los títulos negociados gozan de un mayor respaldo para los inversionistas, logrando así alcanzar los objetivos que se buscan en la implementación de una operación de titulación de activos, ya que permite aislar el riesgo a un patrimonio autónomo.

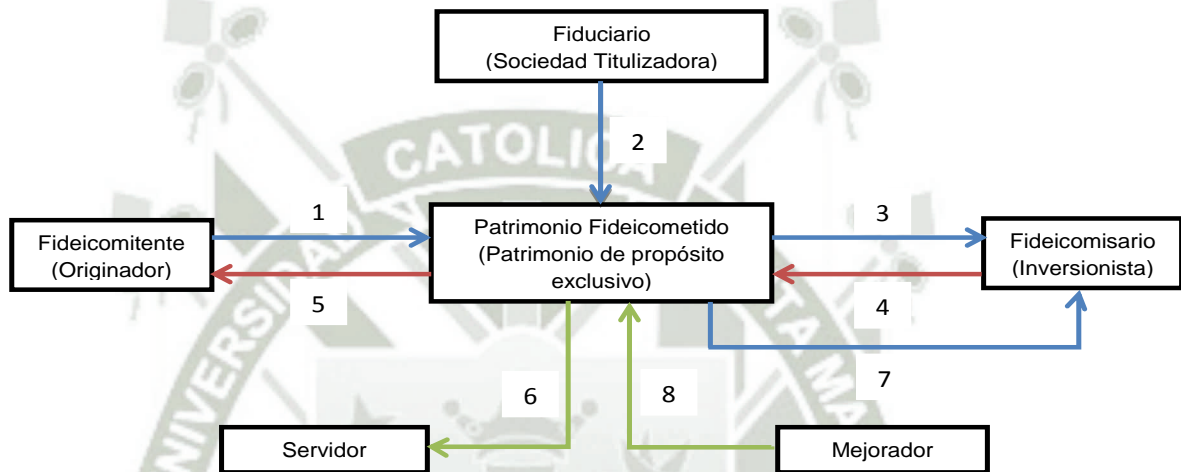
Cabe resaltar que el patrimonio fideicometido es un ente aislado del patrimonio del fiduciario y únicamente responde por las obligaciones que se hubiesen adquirido en el desarrollo de sus actividades; es por ello que en caso de insolvencia del patrimonio fideicometido nuestra legislación ha adoptado dos posibilidades: Establecer un mecanismo privado en el acto constitutivo, llegando a determinarse una especie de ejecución privada y extrajudicial, llegando a ser refinanciadas o liquidadas ordenadamente a un valor económico final.

Se debe resaltar que el patrimonio fideicometido puede encontrarse en una situación de insolvencia ante la imposibilidad de cumplir con los pagos de las obligaciones que hubiese adquirido, y podemos indicar que los titulares de los valores de contenido patrimonial, asumen el riesgo del negocio, teniendo una posición subordinada frente a los acreedores, no pudiendo solicitar insolvencia por incumplimiento de pagos.

Y en caso de no tener un proceso de liquidación se deberá seguir, en lo pertinente, las disposiciones establecidas en las normas relativas a reestructuración patrimonial de las empresas. La SMV será quien designe al liquidador.

Para tener una visión resumida del proceso de Titulización bajo la modalidad de Fideicomiso de Titulización hemos utilizado el esquema básico desarrollado por Enrique Díaz y Jesús Tong en su libro “Titulización de Activos en el Perú” el cual presentamos a continuación:

Gráfico N° 1
Esquema básico de Fideicomiso de Titulización



Fuente: Jesús Tong y Enrique Díaz

Elaboración: De las autoras

Siguiendo al Gráfico N° 1 iniciamos con el fideicomitente (originador) el cual transferirá parte de sus activos a fin de constituir un patrimonio fideicometido (flecha 1) que estará sujeto al dominio del fiduciario (Sociedad Titulizadora) (flecha 2). Contra este patrimonio se emitirán valores que se entregarán a los fideicomisarios (Inversionistas) (flecha 3), quienes entregarán dinero en efectivo (flecha 4) y este se lo 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 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 establecidos al

momento de emitir 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 adeuda. Por último, podrá existir un mejorador (flecha 8) con el fin de otorgar garantías adicionales que hagan más segura la inversión.

1.6.2. Sociedad de Propósito Especial

Conocida también como “Pay Through”, “Venta” o “Sociedad de quiebra remota”. En esta modalidad el originador vende los activos (los cuales figurarán como deuda en el balance de la entidad originadora) a un vehículo de propósito especial, siendo este la Sociedad de Propósito Especial, la cual es constituida como una sociedad anónima (no requiere pluralidad de accionistas) cuyo objetivo social limita su actividad a la compra de activos crediticios con la finalidad de realizar una emisión de títulos valores, pudiendo ser estos acciones comunes, acciones preferentes, bonos, bonos convertibles, instrumentos a corto plazo, etc.; los cuales serán respaldados con su propio patrimonio (reduciendo así el riesgo de caer en insolvencia), y colocarlos en el Mercado de Valores. El trámite para colocar sus valores por oferta pública es similar al resto de sociedades anónimas.

Las reglas entre la sociedad y los inversionistas dependerán de los valores emitidos, pudiéndose pagar los intereses y el principal, en caso se emitan bonos, o repartición de dividendos en caso se emitan acciones. Una vez cancelada las obligaciones, se puede proceder a una nueva emisión, si así se hubiera establecido en el estatuto.

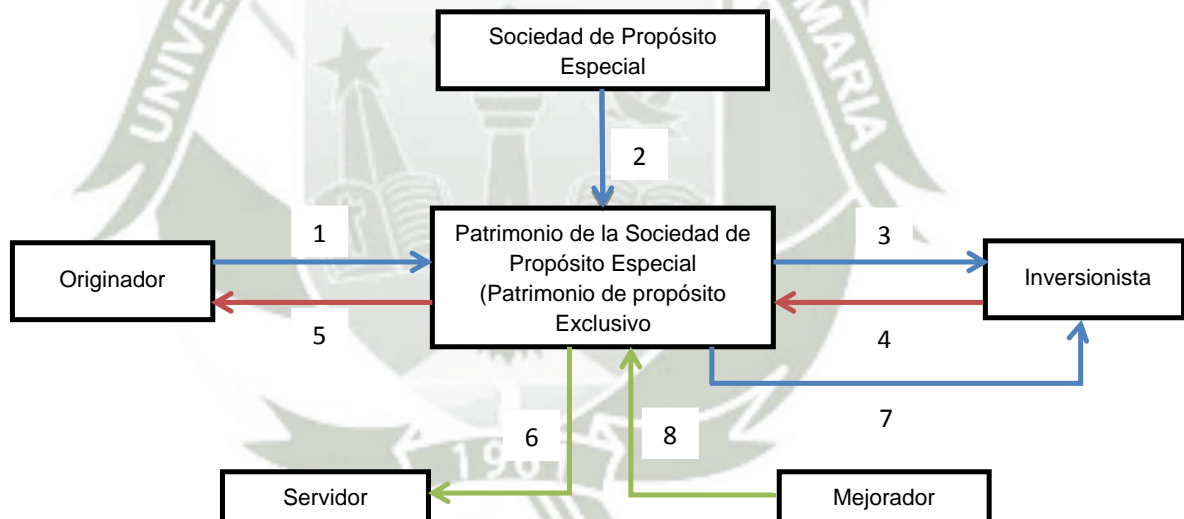
La propia originadora podría constituir dicha sociedad como único accionista, de esta forma la empresa reemplaza sus activos de lenta rotación por acciones de la sociedad de propósito especial. Sin embargo las Sociedad de propósito especial requiere de un capital

mínimo para su funcionamiento, ya que el patrimonio viene a estar representado para el patrimonio fideicometido.

Por último se puede indicar que al ser la Sociedad de propósito especial, una sociedad anónima se le aplica la Ley General del Sistema Concursal, pudiendo acogerse a un concurso preventivo³ o en el peor de los casos declarase en bancarrota. Sin embargo es necesario el voto aprobatorio del director que no tiene ninguna relación con el originador para que la sociedad pueda solicitar su declaración de insolvencia.

Para entender mejor esta modalidad se utilizó el esquema básico desarrollado por Jesús Tong y Enrique Díaz, el cual presentaremos a continuación:

Gráfico N° 2
Esquema básico de Sociedad de Propósito Especial



Fuente: Jesús Tong y Enrique Díaz
Elaboración: De las autoras

³ El concurso preventivo es aquel procedimiento concebido para evitar la bancarrota. Mediante él, la empresa deudora convoca a sus acreedores para llegar a un acuerdo con ellos. El cual de ser aprobado permitiría superar el estado de suspensión de pagos sin ser declarado en insolvencia.

Como lo muestra el gráfico, el esquema básico de titulización en esta modalidad es muy similar a la del Fideicomiso de Titulización, con la excepción claro está de que el fiduciario es la Sociedad de Propósito Especial, donde los títulos valores que se pueden emitir también incluyen a acciones, que el patrimonio de estas sociedades está conformado esencialmente por activos crediticios y, que como vimos en párrafos anteriores, su objeto social se limita a la adquisición de los mismos.

Cabe señalar, en primera instancia, que a diferencia de la Sociedad Titulizadora, usada en la modalidad de Fideicomiso de Titulización, la Sociedad de Propósito Especial requiere de un capital mínimo más no requiere aumentar este a medida que incrementa su cartera de patrimonios fideicometidos como si sucede en la Sociedad Titulizadora.

Una segunda diferencia es que la Sociedad Titulizadora debe contar con recursos tales como: infraestructura, tecnología, personal, etc. para manejar varios patrimonios autónomos, y las inversiones deben crecer a medida que administre más patrimonios fideicometidos; mientras que en la Sociedad de Propósito Especial se requerirá inversiones solo para desarrollar un patrimonio el cual es objeto de su existencia.

Por último hemos podido observar que la Sociedad de Propósito Especial requiere para su funcionamiento estar inscrita en el Registro Público de Valores, siempre y cuando la emisión sea por oferta pública; mientras que la Sociedad Titulizadora debe contar con la autorización de la SMV, además de la suscripción en el Registro Público de Valores.

1.7. VALORES POSIBLES DE SER EMITIDOS

Luego de haber establecido si se utilizará como vehículo de propósito exclusivo a una Sociedad Titulizadora o una Sociedad de Propósito Especial es necesario detallar qué títulos

valores pueden ser emitidos. Antes de continuar, creemos necesario conocer qué es un título valor, por lo que recurrimos a la Ley del Mercado de Valores Peruano, la cual define en su artículo 3 a los valores mobiliarios como “Aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación de capital, el patrimonio o las utilidades del emisor”.

En otras palabras la cartera a Titulizar puede ser utilizada para emitir valores mobiliarios de contenido crediticio (entiéndase también en términos financieros como instrumentos de renta fija), de contenido patrimonial (entiéndase de renta variable o de riesgo) o de contenido mixto. Todos estos títulos gozarán de plena liquidez al ser negociables en el mercado secundario autorizado.

Para una mejor comprensión procederemos a detallar de manera más específica los tipos de valores mobiliarios o títulos valores que pueden emitirse:

A. Títulos de Contenido Crediticio: Son valores cuyo subyacente es un activo que genera un rendimiento periódico de forma tal que pueda generar un spread o diferencia de tasas. Generalmente referidos al pago de un interés y a la posterior redención del principal. Se cumple con ellos a partir de los recursos provenientes de los activos titulizados que conforman el patrimonio fideicometido o patrimonio autónomo.

En efecto, los valores mobiliarios más utilizados en procesos de titulización son los bonos que tiene un plazo mayor a un año, por ser de renta fija. Este valor es ideal en la titulización de carteras de crédito, pagos de suministros, alquileres, entre otros, ya que otorga a los inversionistas el derecho al cobro de una renta cuyo pago resulta garantizado por esa cartera.

- B. Títulos de Contenido Patrimonial:** Esta clase de activos otorgan al tenedor un derecho o parte alícuota sobre los activos titulizados objeto de la movilización (sobre el paquete o cartera) lo que le permite obtener un porcentaje equivalente sobre los flujos que generen los activos subyacentes. En este caso el inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genera el negocio del contrato. Mayormente recomendables para proyectos inmobiliarios.
- C. Títulos de Contenido Mixto:** En este caso, el valor mobiliario emitido le otorga a su titular un rendimiento mínimo y otro en función a la rentabilidad del patrimonio titulizado. Se utiliza para activos de difícil previsibilidad. Es necesario especificar que en nuestra legislación este tipo de títulos no están regulados aún.

Así mismo, se puede emitir más de una serie de valores y entre estos puede haber unos subordinados a otros, siendo estos últimos considerados como un mecanismo de garantía interna, los cuales estudiaremos a continuación.

Por último, se deja abierta la posibilidad de que la SMV amplíe la gama de títulos a ser emitidos en un proceso de titulización, incluyendo los que combinen derechos, como los títulos mixtos.

1.8. GARANTÍAS O MEJORA CREDITICIA

La mejora crediticia es el conjunto de coberturas o mecanismos de protección que es utilizada en la mayoría de los procesos de titulización. Por ser un aspecto esencial en el proceso de titulización es que existen diferentes mecanismos, los cuales son otorgados principalmente por las entidades financieras, las empresas aseguradoras y la misma empresa originadora.

La mejora crediticia es un tema muy amplio, con diferentes formas denominadas cobertura, mejoras, garantías, entre otros. Sin embargo todas forman parte de un fin: la mejora del rating.

Si bien la mejora crediticia se refiere a los mecanismos de cobertura de las posibles pérdidas concurridas por los activos titulizados como consecuencia de insolvencia, hay que considerar que es necesario, para que la colocación de los títulos emitidos sea exitosa, incrementar la seguridad y regularidad del servicio financiero de los títulos emitidos y para lograrlo la Sociedad Titulizadora deberá incluir convenios y apoyos financieros con el fin de cumplir con todos los compromisos asumidos con los inversionistas. En otras palabras, los emisores requieren de la mejora crediticia, pues para la clasificación de la emisión (y la aceptación de los inversionistas) no será suficiente la fortaleza financiera de la empresa originadora, ni la cartera cedida; por lo que su uso incidirá directamente en la tasa de interés o el precio de adquisición del valor.

Ahora bien, la mejora crediticia depende del tipo de activo titulizado. Por ejemplo si una empresa tituliza inmuebles, transferirá a un patrimonio autónomo los mismos y los flujos de caja que estos generen, los cuales servirán para pagar a los tenedores de los valores. En este supuesto no existirá una garantía real, sino que se habrá efectuado una transferencia fiduciaria del inmueble al patrimonio.

En el caso que se titulicen cuentas por cobrar, se transferirán las mismas y estas servirán para pagar a los inversionistas. En caso estas cuentas estén respaldadas por una garantía real, derechos accesorios, entre otros, que respalden el flujo de pagos, también estos se transferirán al patrimonio autónomo.

En ambos casos los bienes servirán como respaldo para pagar los valores emitidos. Sin embargo si los flujos generados por los inmuebles no alcanzan para pagar las obligaciones, el originador deberá vender los mismos y efectuar el pago; en el caso de cuentas por cobrar el originador deberá ejecutar las garantías o prenda.

Por lo expuesto parecería una mejor opción Titulizar flujos futuros, pero no podemos estar más allá de la realidad. Cuando se titulizan activos se elimina el riesgo de insolvencia del originador ya que si este quiebra, no afectará al fideicomiso; sin embargo en el caso de flujos futuros no se pueden desvincular el riesgo pues a partir de la gestión del emisor es que se van a obtener los flujos. Es por esta razón que es necesario que la empresa demuestre una real capacidad generadora de valor y que podrá seguir generándola en el futuro. Además es necesario que el fideicomitente demuestre que en el pasado ha generado una cantidad de flujos igual o mayor a los flujos que pretende Titulizar y efectuar un análisis de los flujos esperados a partir del patrimonio fideicometido.

Esto por sí solo no asegura el éxito, sino que es necesario además brindar al inversionista el mensaje de que va a mantener una capacidad de generar valor invirtiendo en proyectos rentables los fondos que obtenga del mercado. Así como asegurar por todas las formas la continuidad de los flujos, para lo cual se pueden dar garantías específicas y/o adicionales que no son las tradicionales pero que pueden ser mucho más seguras.

Continuando con nuestro estudio es necesario especificar que las mejoras pueden darse en tres momentos:

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

- Cobertura o mejoras convenidas en el momento de diseñar y lanzar la Emisión de Titulización al mercado.
- Modalidades de cobertura que pretenden asegurar al fondo de titulización la liquidez suficiente para poder atender las obligaciones asumidas.

Así mismo las garantías pueden ser otorgadas por el agente originador o por una empresa externa. A continuación veremos los dos tipos:

1.8.1. Garantías Internas:

Son aquellas que se pueden crear a partir de los propios activos o flujos generados por estos. También se consideran a la protección adicional que puede brindar la empresa originadora a los títulos emitidos.

Dentro de las principales mejoras internas tenemos:

- Sobrecolateralización, Sobre cobertura o Sobredimensionamiento:** Consiste en la cesión de una cartera de activos a favor del patrimonio fideicometido, cuyo valor financiero supera el importe recibido luego de la emisión de los títulos valores, por lo que en este caso el patrimonio fideicometido no tendría un valor patrimonial nulo luego de haberse cancelado las obligaciones con los inversionistas. Es justamente este excedente el que serviría para hacer frente al riesgo crediticio y en general a satisfacer las necesidades de liquidez del fondo.
- Emisión Principal y Subordinada:** Es decir consiste en emitir dos clases de títulos: el tramo principal o clase A que representa a la mayoría de la emisión y tiene mejor rating que los valores de clase B, por lo que va destinado a inversores que buscan un menor riesgo. La clase B será la que se hará cargo del riesgo

crediticio, ya que suelen tener mayor vencimiento, menor rating y mayor rendimiento; de tal forma que la clase B no se amortiza si antes no lo ha hecho la clase A. Este tipo de mejora es muy aceptado ya que evita la dependencia de una entidad.

- c) **Cuenta de Margen, exceso de flujo de caja o spread:** Consiste en proporcionar un soporte de liquidez para proteger al patrimonio autónomo de cualquier disminución o retraso que pueda producirse en los flujos previstos. La cuenta se forma por la diferencia entre los intereses abonados por los prestatarios originales y los rendimientos abonados a inversionistas, descontando los gastos.
- d) **Mecanismo de Mantenimiento o Revolving:** Frente al riesgo de cancelación anticipada (prepago) existe el mecanismo por el cual la entidad originadora se compromete durante un determinado periodo de tiempo, a ceder al fondo activos con características similares a los titulizados, recibiendo a cambio la liquidez derivada del prepago efectuado por los deudores. De esta manera se consigue mantener el calendario previsto para los valores puestos en circulación.
- e) **Recursos de la propia colocación:** Se da en los casos en los que el originador no requiere el total de los fondos obtenidos, por lo que se mantiene parte del monto en efectivo para ser liberado en la medida en que se paga al inversionista. La inmovilización genera un costo para el originador que deberá ser internalizado como costo final.

1.8.2. Garantías Externas:

Son aquellas donde participa un tercero respecto de uno o más activos que no forman parte del portafolio titulizado y que garantiza el pago a los tenedores de los

valores emitidos. Se dan cuando los activos transferidos no generan un nivel suficiente de certidumbre para obtener una clasificación de riesgo atractiva para los inversionistas. Las posibilidades son:

a) **Cartas de crédito:** Un tercero, el originador o el fiduciario puede otorgar una carta de crédito emitida por un banco de primer nivel para garantizar el pago en caso de retraso o mora en los flujos de pago.

Si la garantía proviene del originador, esta puede ser una ventaja por su simplicidad y costo, pero puede perjudicar la estructura de la titulización, además de aumentar el riesgo de la empresa.

Por otro lado si el garante es un tercero se debe evaluar el costo de dicha garantía respecto de los beneficios obtenidos del proceso de titulización, ya que la operación podría dejar de ser rentable.

b) **Póliza de seguro:** Es otorgada por una compañía aseguradora de alta clasificación de riesgo. Se pueden establecer dos niveles de pólizas de seguros que protejan a los valores: una que proteja directamente a los inversionistas frente a riesgos de incumplimiento y otro que proteja el patrimonio de propósito exclusivo frente a diversos riesgos cuya protección sea necesaria para el buen funcionamiento de este vehículo. En cualquiera de las formas los distintos riesgos son trasladados a la empresa aseguradora.

c) **Carta Fianza:** Esta modalidad de mejora crediticia ofrece una línea de respaldo secundaria para una operación de titulización, en el caso de que los flujos que provengan de los activos subyacentes no hayan resultado suficientes para cumplir las obligaciones con los tenedores de los valores. Hay que tener en cuenta que si

el objetivo de la fianza es elevar la clasificación de riesgo, entonces el aval debe ser de la mayor calificación crediticia y riesgo posible.

d) Hipotecas o prendas sobre activos diferentes a los activos titulizados

e) Self insurance: En este caso el propio originador o un tercero destina una línea de crédito para cubrir todo o parte de las obligaciones.

Sin embargo las garantías generan ciertos inconvenientes como:

- La demora en la ejecución de las garantías.
- La demora en hacer líquidos los activos.
- Desvalorización de los activos.

1.9. PROCESO DE COLOCACIÓN DE VALORES EMITIDOS EN EL PROCESO DE TITULIZACIÓN

Luego de conocer todos los factores involucrados en una Titulización de activos, procederemos a detallar, de manera reducida, todo el proceso de Colocación de los valores garantizados por el patrimonio de propósito exclusivo y, así conocer en qué punto del proceso interviene cada agente. Según la Superintendencia del Mercado de Valores este proceso se divide en 7 etapas, las cuales desarrollaremos a continuación:

1.9.1. Decisión: En esta etapa el originador evalúa su situación y decide acceder al mercado de valores a busca de financiamiento.

1.9.2. Preparación: Tomada la decisión, la empresa:

- Revisa su estructura organizativa, temas legales y societarios.
- Diseña adecuados sistemas de información y control gerencial.
- Hace auditar sus estados financieros.

- Implementa prácticas de Buen Gobierno Corporativo.
- Analiza la viabilidad de la empresa para cumplir sus compromisos con el Mercado.

1.9.3. Estructuración: La empresa define el tipo de financiamiento requerido: deuda o capital, y según sea el caso cuenta con el apoyo de:

- Sociedad Titulizadora: Es la entidad encargada del proceso de Titulización, siempre y cuando la modalidad escogida sea Fideicomiso de Titulización:
 - ✓ Selección de la cartera de activos: La cesión de la cartera será plena e incondicional y por la totalidad del plazo remanente hasta su vencimiento.
 - ✓ Estructuración financiera: Es el proceso que transforma las características de los activos en las características de los títulos y se determina el tipo de garantía adicional de los títulos a emitir.
 - ✓ Estructuración jurídica: Se llevan a cabo todos los contratos necesarios, enumerados más adelante en los requisitos para la inscripción de los valores.
 - ✓ Constitución del patrimonio fideicometido administrado por la Sociedad Titulizadora.
- Entidad Estructuradora: Esta entidad es la encargada del proceso de oferta pública previa evaluación de :
 - ✓ Situación económico-financiera de la empresa.
 - ✓ Capacidad de pago y generación de fondos de los activos titulizados.
 - ✓ Entorno político, económico y social.

- ✓ Condiciones del mercado.
- ✓ Posible demanda de Valores a emitir por los inversionistas.
- Agente Colocador
- Empresa Clasificadora de Riesgo

1.9.4. Inscripción de Valores: La empresa solicita a la SMV la inscripción de los valores mobiliarios y el registro del Prospecto de Emisión⁴ en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV). La empresa (emisor) asume la obligación de proporcionar información al mercado.

La información que debe ser enviada a la SMV ha sido resumida en la siguiente tabla, dependiendo de la modalidad de Titulización.

⁴ El Prospecto de Emisión para la inscripción en el Registro de los valores emitidos con respaldo en patrimonios fideicometidos se podrá encontrar en el Anexo N° 3

Tabla N° 2
Requisitos según Modalidad de Titulización

REQUISITOS	ESPECIFICACIONES PARA LOS FIDEICOMISOS DE TITULIZACIÓN	ESPECIFICACIONES PARA LAS SOCIEDADES DE PROPÓSITO ESPECIAL
Comunicación del representante legal correspondiente solicitando la inscripción de los valores en el Registro.		
Declaración suscrita por el informando del acuerdo de quien se hará cargo de presentar la documentación exigida para la emisión de los valores	La declaración del originador y el emisor	La declaración del originador y la sociedad de propósito especial
Copia del acuerdo del órgano social competente	O de los fideicomitentes para iniciar el proceso de titulización y decidir la transferencia fiduciaria de los activos que integrarán el patrimonio fideicometido	O de los originadores, para iniciar el proceso de titulización a través de una sociedad de propósito especial y decidir la transferencia de los activos que integraran sus patrimonios
Declaración respecto de los efectos que se derivan de la transferencia	Fiduciaria de los activos en la situación financiera y el patrimonio de o de los fideicomitentes, suscrita por representantes autorizados de los mismos	De los activos en la situación financiera y el patrimonio de o de los originadores, suscrita por representantes autorizados de los mismos
	Copia del instrumento relativo al contrato o acto unilateral constitutivo del fideicomiso, o el instrumento marco y sus complementos, de ser el caso	
Prospecto informativo		
Contrato celebrado por el servidor para la administración del cobro de derechos que confieren los activos, de ser el caso		
Contrato de custodia de los activos y documentos relativos a ellos, de ser el caso		
	Modelo del valor, cuando los valores a emitir vayan a ser representados mediante títulos	
Los dos últimos estados financieros auditados	Del patrimonio fideicometido	De la sociedad de propósito especial
Toda aquella otra documentación e información que sean relevantes para los inversionistas		
Toda aquella documentación e información adicional que solicite la SMV		

Fuente: Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos

Elaboración. De las autoras

1.9.5. Oferta de Valores: El emisor realiza la oferta pública o privada de sus valores mobiliarios, informando sobre sus condiciones y términos a través de medios de comunicación dependiendo de cada tipo de oferta.

1.9.5.1. Oferta Pública: Es cuando los valores mobiliarios se ofertan a cientos de inversionistas, mediante el uso de cualquier medio que permita dar a conocer los términos de oferta, con el objetivo de ofrecer valores mobiliarios para su suscripción, venta o intercambio; y con frecuencia bajo un contrato formal controlado por las autoridades reguladoras de un país determinado, en el caso del Perú, la SMV. En este tipo de oferta hay una labor activa del Estado que tutela y protege a los inversionistas debido a la evidente asimetría de información entre el emisor y los potenciales inversionistas, quienes tienen dificultad en procesar la información disponible, e incluso, poder acceder a la información necesaria para la toma de decisiones informadas. Por otro lado, este tipo de oferta de valores requiere la inscripción en Requisitos públicos, tanto el emisor como el originador pueden acordar que sea uno de ellos o ambos los responsables de la elaboración y presentación de la documentación exigida para la inscripción de estos valores.

1.9.5.2. Oferta Privada: Es la venta de toda la emisión de valores (normalmente bonos) directamente a un comprador o a un grupo pequeño de compradores (normalmente intermediarios financieros). También podemos entenderla como aquella oferta de valores, en la cual no existe la necesidad de que el Estado implemente un esquema garantista de protección a los inversionistas, ya que

los destinatarios de la oferta no se encuentran conformados por pequeños inversionistas que merezcan protección, sino por inversionistas profesionales en la inversión y seguimiento de este tipo de inversiones, como son los Inversionistas Institucionales y otros Inversionistas Sofisticados o Calificados quienes no requieren de la tutela del Estado, debido a que pueden defender sus propios intereses y obtener información directamente del emisor sin necesidad de que exista una obligación legal de por medio.

En este tipo de oferta no es necesaria la inscripción de los valores en Registro Públicos, pero los inversionistas no pueden vender sus valores antes de los doce meses a menos que sea a otro inversionista institucional. Así mismo el valor nominal más bajo de los valores emitidos en este tipo de oferta son iguales o mayores a los S/. 250 000.00, razón por la cual el mercado objetivo son inversionistas que cuenten con un patrimonio suficiente para cubrir los precios tan elevados (inversionistas institucionales).

1.9.6. Colocación: Los inversionistas interesados en la oferta se comunican con el agente colocador, quien se encargará de invitar a los inversionistas para que envíen sus propuestas de compra en la que precisen: la cantidad de valores a adquirir y la tasa de interés o precio deseado.

Las formas de colocación son las siguientes:

- i. Firm Commitment o Venta en firme:** El agente colocador compra toda la emisión con la finalidad de poder venderlo al mejor precio, asumiendo la totalidad del riesgo. Los valores no vendidos se quedan con él.

- ii. **Stand-By Commitment:** El agente colocador compra aquella parte de la emisión que no pudo colocar en el mercado, a un precio especial, previo compromiso.
- iii. **Best-effort Commitment o Venta al mayor esfuerzo:** El agente colocador tiene el compromiso de realizar el máximo esfuerzo por colocar la emisión en el mercado, sin asumir ningún tipo de riesgos. Aceptar vender los títulos a un precio fijado a cambio de una comisión.

Luego de determinar el tipo de colocación se lleva a cabo la subasta de los valores, donde los inversionistas interesados remiten sus propuestas manifestando su voluntad de adquirir los valores mobiliarios. Esta se puede realizar en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) o en las oficinas del agente colocador; el lugar de la subasta es previamente determinado.

La subasta utilizada en nuestro país es la denominada subasta holandesa, en la cual se elabora un listado con las propuestas hasta alcanzar el monto subastado o la tasa de interés o precio que el emisor esté dispuesto a pagar; posteriormente se informará a los inversionistas la cantidad de valores y el monto que se les ha adjudicado. Finalmente, realizado el pago por parte de los inversionistas, se emitirán los valores y se comunicará a CAVALI para el registro de los mismos.

Concluido el proceso de colocación de los valores titulizados el emisor se compromete, en el caso de ser un valor representativo de deuda, a pagar los intereses y devolver el capital invertido en los plazos establecidos.

Además el emisor está obligado a revelar información al mercado con el objetivo de dar transparencia e información al mismo, de manera que los inversionistas puedan tomar sus decisiones de inversión de manera racional; dentro de la información que se debe presentar a la SMV podemos señalar en términos generales lo siguiente:

- A. Los estados e indicadores financieros y sus notas financieras respectivas, según los formatos y formas que establece la SMV, muchos de ellos se pueden extraer de su página web. La entrega de la información debe hacerse de forma trimestral.
- B. Se debe presentar la memoria anual, con la información mínima que establece la SMV.

1.10. ASPECTOS CONTABLES DE UN PROCESO DE TITULIZACIÓN

Luego de ver el proceso de colocación, creemos necesario demostrar los cambios que una Titulización de activos genera en la empresa originadora, y que se ven reflejados en su Balance General, que como sabemos, brinda una fotografía de la situación de una empresa en un momento determinado.

Por tanto, para entender mejor estos cambios, desarrollamos el Balance General de la empresa “XXX” S.A. en la Tabla N° 3 presentando la situación actual de la misma, la cual se verá modificada según la fuente de financiamiento que escoja.

Tabla N° 3
Balance General de la empresa “XXX” S.A. (Nuevos Soles)

ACTIVOS		PASIVOS	
Caja y Bancos	500.000	Cuentas por pagar comerciales	970.000
Cuentas por Cobrar	1.000.000	Tributos por pagar	30.000
Mercadería	2.000.000		
Total Activo Corriente	3.500.000	Total Pasivo Corriente	1.000.000
Inmuebles (neto)	1.000.000	Cuentas por pagar Bancos	1.000.000
Total Activo no Corriente	1.000.000	Total Pasivo No Corriente	1.000.000
		Total Pasivos	2.000.000
		PATRIMONIO	
		Patrimonio	2.000.000
		Resultados del ejercicio	500.000
		Total Patrimonio	2.500.000
Total Activos	4.500.000	Total Pasivo + Patrimonio	4.500.000

Fuente: Enrique Díaz Tong
Elaboración: De las autoras

La opción más común en nuestro país, es que la empresa pida un préstamo bancario, dando como garantía el inmueble que posee y dependiendo de las condiciones del banco, tendría que pagar un interés cercano a la Tasa Activa en Moneda Nacional o Extranjera.

Sin embargo, la Titulización de activos funciona como otra alternativa de financiamiento para captar fondos, por lo que si la empresa desea obtener un financiamiento más barato y cumple con los requisitos de ley, podría captar fondos del mercado de valores y emitir valores a cambio. En este caso, la empresa podría Titulizar el inmueble u optar por Titulizar flujos futuros, o la esperanza incierta de que existan bienes futuros, con lo cual se titulizan activos que no están reflejados directamente en el balance.

Para entender la diferencia, simularemos los cambios que ocurren en el balance según cada fuente de financiamiento:

- **Créditos Bancarios y/o Comerciales:**

La empresa XXX S.A. podría otorgar como garantía el inmueble que tiene y obtener un crédito de un banco o de sus proveedores. Asumamos que consigue un crédito bancario de corto plazo de S/. 600,000, el nuevo balance sería el siguiente:

Tabla N° 4
Balance General de la empresa “XXX” S.A. con un crédito de corto plazo
(Nuevos Soles)

ACTIVOS		PASIVOS	
Caja y Bancos	1.100.000	Cuentas por pagar comerciales	970.000
Cuentas por Cobrar	1.000.000	Tributos por pagar	30.000
Mercadería	2.000.000	Cuentas por pagar a bancos	600.000
Total Activo Corriente	4.100.000	Total Pasivo Corriente	1.600.000
Inmuebles (neto)	1.000.000	Cuentas por pagar Bancos	1.000.000
Total Activo no Corriente	1.000.000	Total Pasivo No Corriente	1.000.000
		Total Pasivos	2.600.000
		PATRIMONIO	
		Patrimonio	2.000.000
		Resultados del ejercicio	500.000
		Total Patrimonio	2.500.000
Total Activos	5.100.000	Total Pasivo + Patrimonio	5.100.000

Fuente: Enrique Díaz Tong
Elaboración: De las autoras

Como se puede apreciar en la Tabla N° 4, la adquisición del crédito ha provocado un ingreso de dinero a la caja de la empresa por S/. 600,000 y se ha generado una cuenta por pagar al banco por el mismo monto. Como garantía de dicho crédito se ha celebrado una hipoteca en virtud de la cual se ha gravado este bien a favor del banco, hecho que constará en las notas del balance⁵.

⁵ El ejemplo busca explicar la idea de apalancamiento con una garantía hipotecaria y con fines didácticos se omitirán los gastos generados por esta operación que influirían en el resultado.

- **Titulizar cuentas por cobrar**

La empresa “XXX” S.A. también podría optar por Titulizar sus cuentas por cobrar a largo plazo, transfiriendo las mismas al patrimonio fideicometido, lo que significa dar de baja a los activos en el balance del originador, de manera que existirá una menor cantidad de activos no corrientes, y un aumento en caja y bancos luego de obtener el monto colocado. Para demostrar estos cambios de manera gráfica desarrollaremos el siguiente ejemplo:

Tabla N° 5
Balance General de la empresa “XXX” S.A. antes del proceso de titulización
(Nuevos Soles)

ACTIVOS		PASIVOS	
Caja y Bancos	500.000	Cuentas por pagar comerciales	1.970.000
Cuentas por Cobrar	1.000.000	Tributos por pagar	130.000
Mercadería	2.000.000		
Total Activo Corriente	3.500.000	Total Pasivo Corriente	2.100.000
Cuentas por Cobrar L.P.	2.000.000		
Inmuebles (neto)	1.000.000	Cuentas por pagar Bancos	1.900.000
Total Activo no Corriente	3.000.000	Total Pasivo No Corriente	1.900.000
		Total Pasivos	4.000.000
		PATRIMONIO	
		Patrimonio	2.000.000
		Resultados del ejercicio	500.000
		Total Patrimonio	2.500.000
Total Activos	6.500.000	Total Pasivo + Patrimonio	6.500.000

Fuente: Enrique Díaz Tong
Elaboración: De las autoras

En primer lugar, observamos en la Tabla N° 5 que la empresa “XXX” S.A. posee un alto nivel de endeudamiento con relación a su patrimonio neto (60%), por lo que puede tener dificultades para conseguir capital mediante nuevos financiamientos o resulta muy caro por el riesgo asignado por parte de las empresas del sistema financiero.

Otra alternativa que tiene para conseguir recursos, es mediante el aporte o aumento del capital social, sin embargo se puede presentar la situación que los accionistas tengan dificultad para realizar nuevos aportes de capital social, y por la situación antes descrita de encontrar nuevos inversionistas por el riesgo aparejado a la empresa.

Para este ejemplo, supondremos que la empresa dispone de cuentas por cobrar a largo plazo de buena calidad crediticia pero de lenta rotación, las cuales serán transferidas al patrimonio fideicometido, sirviendo de respaldo en la emisión de Bonos de Titulización, ya que estas cuentas por cobrar van a generar un flujo de efectivo en el transcurso de los próximos años hasta su extinción. Los fondos obtenidos servirán para refinanciar sus pasivos y/o cubrir necesidades de capital de trabajo para incrementar sus ventas.

Tabla N° 6
B alance General de la empresa “XXX” S.A. después del proceso de titulización
(Nuevos Soles)

ACTIVOS		PASIVOS	
Caja y Bancos	500.000	Cuentas por pagar comerciales	1.970.000
Cuentas por Cobrar	1.000.000	Tributos por pagar	130.000
Mercadería	2.000.000		
Total Activo Corriente	3.500.000	Total Pasivo Corriente	2.100.000
Derechos fiduciarios	2.000.000		
Inmuebles (neto)	1.000.000	Cuentas por pagar Bancos	1.900.000
Total Activo no Corriente	3.000.000	Total Pasivo No Corriente	1.900.000
		Total Pasivos	4.000.000
		PATRIMONIO	
		Patrimonio	2.000.000
		Resultados del ejercicio	500.000
		Total Patrimonio	2.500.000
Total Activos	6.500.000	Total Pasivo + Patrimonio	6.500.000

Fuente: Enrique Díaz Tong
Elaboración: De las autoras

Una vez transferidos los activos (cuentas por cobrar a largo plazo) al Patrimonio Fideicometido, estos son reemplazados momentáneamente en el balance del originador, como se muestra en la Tabla N° 6, por documentos de contenido crediticio a cargo del patrimonio fideicometido, es decir la empresa tiene derechos sobre el patrimonio autónomo hasta el momento de la transferencia de liquidez por parte de la sociedad titulizadora a la empresa originadora.

Tabla N° 7
Balance General de la empresa “XXX” S.A después de la colocación de Bonos de titulización (Nuevos Soles)

ACTIVOS		PASIVOS	
Caja y Bancos	500.000	Cuentas por pagar comerciales	1.970.000
Cuentas por Cobrar	1.000.000	Tributos por pagar	130.000
Mercadería	2.000.000		
Total Activo Corriente	3.500.000	Total Pasivo Corriente	2.100.000
Derechos fiduciarios	2.000.000		
Inmuebles (neto)	1.000.000	Cuentas por pagar Bancos	1.900.000
Total Activo no Corriente	3.000.000	Total Pasivo No Corriente	1.900.000
		Total Pasivos	4.000.000
		PATRIMONIO	
		Patrimonio	2.000.000
		Resultados del ejercicio	500.000
		Total Patrimonio	2.500.000
Total Activos	6.500.000	Total Pasivo + Patrimonio	6.500.000

Fuente: Enrique Díaz Tong
Elaboración: De las autoras

Seguidamente y con el respaldo de los activos transferidos al patrimonio fideicometido, la sociedad titulizadora emite los Bonos de Titulización. Los cuáles serán ofrecidos en el mercado mediante una oferta pública. Finalmente, una vez efectuada la colocación de los bonos de titulización a los inversionistas, el producto de dicha colocación es trasladada al originador.

En el presente ejemplo se ha considerado una emisión de bonos de titulización por un monto de US\$ 1 800 000, sin embargo la transferencia del total de cuentas por cobrar a largo plazo fue por un monto de US\$ 2 000 000, la diferencia representa la garantía adicional (sobrecolateralización). La cual está representada por certificados de participación en posesión del originador, dichos certificados le dan al originador los derechos de obtener los remanentes del patrimonio fideicometido una vez efectuado el pago de todos los gastos, el pago de los interés y amortización de los bonos a los inversionistas.

De esta manera el ejemplo demuestra que al Titulizar sus activos, la empresa únicamente convierte en liquidez aquellos activos considerados como ilíquidos, más no hay cambio en la estructura de sus pasivos, mejorando así en los ratios de liquidez y rentabilidad de la empresa.

- **Titulización de Flujos Futuros:**

La figura cambia cuando se titulizan flujos futuros, ya que estos no tienen una representación directa en el balance de la empresa al momento de la titulización.

Así, por ejemplo si la empresa “XXX” S.A. tiene ingresos constantes por sus ventas, podría utilizar estos flujos para que sean titulizados y de esta manera obtener financiamiento. Sin embargo, no se compromete ningún activo actualmente existente en el balance, es decir, no figuran los ingresos por las ventas, ni los insumos con los que se van a producir dichos productos.

A diferencia del caso de las cuentas por cobrar antes visto, en el que también se pueden considerar a esos activos como flujos futuros, ya que los ingresos se obtendrán al momento de cobrar esas cuentas, estos sí tienen una representación en el balance al

momento de la titulización y por lo tanto, también representan una garantía real para el inversionista, ya que en caso de insolvencia el pago se realizará al vender dichos activos.

Entonces, si bien la empresa no traspasa ningún activo al momento de Titulizar sus ventas futuras, es necesario, con el fin de hacer los valores emitidos más atractivos, que la empresa pueda sustentar dichos flujos, ya sea a través de acuerdos contractuales o por la transferencia de un monto mínimo. Sin embargo, la figura no termina ahí, es fundamental que la empresa demuestre su capacidad de generar valor, que haga presumir que podrá seguir generándolo en el futuro. Así como deberá mostrar que en el pasado generó una cantidad de flujos semejante o mayor a los flujos que pretende Titulizar.

A partir de lo antes expuesto, podemos decir que la titulización de flujos futuros, necesita de una mayor cantidad de garantías específicas y/o adicionales que aseguren la continuidad de los flujos, ya que este proceso está basado más que todo en la credibilidad que tenga la empresa originadora en el Mercado, la cual puede variar por un error en la gestión o cambios en el mercado.

1.11. ASPECTOS TRIBUTARIOS DE LA TITULIZACIÓN EN EL PERÚ

Al hablar sobre los aspectos tributarios de una Titulización de Activos, nos referimos al pago del Impuesto a la Renta y al Impuesto General a las Ventas (IGV). Sin embargo la Ley del Impuesto a la Renta y La Ley General de Ventas, solo han considerado a los procesos de titulización que se desarrollan a través de fideicomisos.

En cuanto a las Sociedades de Propósito especial, éstas se encuentran sujetas al régimen general de los impuestos mencionados, es decir deben tributar como cualquier sociedad anónima, lo que provoca que las empresas prefieran utilizar al fideicomiso de Titulización como vehículos de propósito exclusivo.

A continuación veremos los efectos tributarios en los participantes más importantes de un proceso de titulización:

I. Efecto para los Inversionistas:

- Exoneración del pago del impuesto a la Renta, por los intereses y ganancias de capital que perciban los tenedores de valores representativos de deuda, así como a la distribución de beneficios o ganancias de valores provenientes de participación. En ambos casos esto es solo contemplado para los Patrimonios Fideicometidos administrados por las Sociedades Tituladoras y siempre y cuando su colocación se efectúe mediante oferta pública o privada que cumplan con la normativa.
- Exoneración del pago del impuesto General a las Ventas e Impuesto de Promoción Patrimonial por los intereses que generen los bonos de Titulización, ya que considera que la transferencia y devolución del remanente no son ventas y por lo tanto no están afectos a dichos impuestos.

II. Efecto para el Originador:

- La ley del Impuesto a la Renta no considera a la transferencia fiduciaria como una transferencia real plena, disponiendo que el valor de los activos transferidos se mantengan en el balance del fideicomitente para efectos tributarios.

- A pesar de la transferencia de activos, según la Ley del Impuesto General a las Ventas, el originador mantiene el crédito fiscal generado al momento de adquirir dichos activos.
- La transferencia de bienes o derechos que el originador efectúe a favor del fiduciario para la constitución del patrimonio fideicometido, no está afecta al Impuesto a la Renta, IGV e IPM, al igual que la devolución o transferencia que realice el fiduciario a la empresa fideicomitente una vez finalizado el fideicomiso⁶.
- En caso se efectúe una transferencia de activos crediticios, 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 las transferencia.
- Por otro lado, el Impuesto de Alcabala grava “las transferencias de inmuebles urbanos y rústicos a título oneroso o gratuito, cualquiera sea su forma o modalidad”; por lo que si el originador transfiere un inmueble al patrimonio fideicometido, dicha transferencia estará gravada por este impuesto, así como cuando el patrimonio de propósito especial sea disuelto.
- En cuanto al Impuesto Extraordinario a los activos netos, la titulación tendrá un efecto neutro para el originador por cuanto éste tendrá que seguir considerándolos dentro de sus activos.

⁶ 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.

- Si el originador obtiene una ganancia como consecuencia de la transferencia de los activos al emisor, estará gravado con el Impuesto a la Renta por dicha ganancia.

III. Efecto para el Vehículo de propósito exclusivo:

- Impuesto a la Renta: Para efectos del Impuesto a la Renta, cada patrimonio fideicometido es considerado una persona jurídica independiente, por ende, un contribuyente del impuesto, lo que implica que lleven registros oficiales, obtengan el RUC y cumplan todas las normas tributarias siendo responsable el fiduciario. Sin embargo, los patrimonios fideicometidos y los patrimonios de las sociedades de propósito especial están exonerados del impuesto extraordinario a los activos netos.
- Impuesto General a las Ventas: Los vehículos de propósito exclusivo contemplados en nuestra normativa (fideicomisos y sociedades) se encuentran contemplados como sujetos pasivos del IGV. Por lo tanto al igual que el originador la transferencia de activos resulta exonerada del IGV. Sin embargo dicha exoneración no opera para las transferencias a sociedades de propósito especial.

Para facilitar las operaciones se ha contemplado que durante la vida del fideicomiso se pueden realizar operaciones gravadas, que corren a cargo del patrimonio fideicometido. Asimismo, el crédito fiscal asociado a los activos transferidos en fideicomiso puede ser transferido al fideicomiso de titulación.

1.12. COSTOS DE UN PROCESO DE TITULIZACIÓN

El Costo financiero es uno de los factores más importantes que toman en cuenta las empresas al momento de escoger una fuente de financiamiento, es por esta razón que este punto se desarrollará de manera más amplia en el Segundo Capítulo, demostrándose a través de ella, la Oportunidad de Financiamiento para las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa.

1.13. RIESGOS DE UN PROCESO DE TITULIZACIÓN

Al inicio del proceso de titulización los riesgos son asumidos por la empresa originadora, ya que es ella la propietaria de los activos que se titularán, por lo tanto es fundamental que la empresa haya realizado la mejor gestión posible para seleccionar los activos adecuados, capaces de generar los flujos necesarios para cumplir con las obligaciones adquiridas con los inversionistas, ya que no existe otra fuente de pago más que los propios activos titulizados. Sin embargo a pesar de que se espera que la selección haya sido la ideal, el originador se enfrenta a muchos riesgos.

Por otro lado, al adquirir un título respaldado por activos, también se obtienen los derechos de cobro sobre dichos activos, así como sus riesgos, los cuales al no ser eliminados o mejorados en el proceso de estructuración financiera dentro del proceso de Titulización de Activos, acabarían trasladados al inversor.

Entre los principales riesgos de ambos agentes tenemos:

- A. Riesgo de Base:** Aparece como consecuencia de los desajustes producidos entre los intereses recibidos de los deudores y los pagados a los tenedores de los bonos emitidos. Es decir, este riesgo se forma al momento de transformar activos fijos en pasivos variables o viceversa, así como activos variables en pasivos variables con distinto plazo.
- B. Riesgo de impago y mora:** Este riesgo consiste en la posibilidad de pérdida para la empresa originadora por el impago o demora de los flujos de dinero provenientes de los activos que conforman el patrimonio autónomo. El riesgo de insolvencia y mora engloba tanto el pago acordado de intereses y principal, así como de respetar el calendario establecido de pagos.

Como mencionamos en líneas anteriores al traspasarse la propiedad de los activos en el proceso de titulización, el riesgo que en principio es del originador se transmite a los bonos, por lo tanto los inversionistas también se ven afectados por este riesgo.

Según el tipo de activos habrá más facilidad para poder llevar a cabo la ejecución de las garantías, así como los costos y la duración de ese proceso. Este riesgo puede ser reducido en la medida que los activos transferidos sean adecuadamente seleccionados.

C. Riesgo de Descalce: Este riesgo se produce cuando hay un descalce de tasas, plazos o monedas entre los activos que se transfieren y los pasivos que lo representan. Sin embargo este riesgo puede ser reducido al diseñar pasivos considerando las características de los activos subyacentes. Por otro lado existen los mecanismos de cobertura que vimos anteriormente, que le permiten al originador compensar el descalce, como por ejemplo: sobrecolateralización, subordinación de la emisión, cartas fianzas, entre otros.

D. Riesgo de Tipo de Cambio: En los procesos de titulización se realizan transformaciones de moneda al emitirse títulos denominados en una moneda diferente a la de los activos de titulización, lo que expone al originador a una pérdida por cambios en el tipo de cambio.

E. Riesgo de Prepago: Este riesgo está relacionado a la cancelación anticipada de los créditos e inversiones titulizadas, causando desorden, ya sea total o parcial, ya que modifica los flujos (que se volverán en flujos adelantados), la posible rentabilidad y la variación del vencimiento. También afecta el esquema financiero del negocio, puesto que no siempre el originador podrá recolocar los fondos obtenidos a una tasa de

rendimiento igual al obtenido por el crédito cancelado. Una forma de contrarrestar este riesgo es tener una cartera de activos que puedan tomar su lugar y así no modificar el esquema de pagos o traspasar este riesgo al inversionista al emitir títulos subordinados, donde este asume el riesgo a cambio de mayor rentabilidad.

F. Riesgos estructurales o de Terceros: Los riesgos estructurales tendrán su origen en incumplimientos por parte de los agentes que construyen y gestionan las emisiones de Titulización, que pueden ser: interrupción de las funciones de la sociedad tituladora, fallos en las contrapartes de las operaciones de cobertura, incluso en fallos del mismo fondo de titulización, entre otros.

Un ejemplo sería la gestión de cobro, en donde el agente encargado (fiduciario en algunos casos) no pueda cumplir con sus funciones, ya sea por la falta de gestión o por la acción de los acreedores. En cualquiera de esos escenarios, se puede perder la recaudación de un periodo determinado, o haber demoras en su recuperación.

Por último es importante mencionar el Riesgo Legal en el que puede incurrir el proceso de Titulización ya que es fundamental, en este tipo de instrumentos, asegurarse que no exista ninguna falla legal en la constitución del fideicomiso, entre las partes que intervienen y en el traspaso de la propiedad fiduciaria de los activos desde el fideicomitente al fiduciario. Se busca determinar que los inversionistas cuenten con todos los beneficios que les otorga la ley, en el sentido que no existan terceros dotados de mejores derechos sobre los activos fideicometidos.

1.14. VENTAJAS DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

- A. Mayor Nivel de Liquidez:** Permite que las empresas que cuentan con activos ilíquidos o inmovilizados puedan obtener mayores niveles de liquidez, lo que permite no solo mejorar sus índices financieros, sino tener una mayor capacidad de inversión y por lo tanto lograr un mayor crecimiento, reflejado en un mejoramiento de la clasificación de riesgo, así como una mejor percepción de los inversionistas, logrando mejores tasas de interés en futuras emisiones de valores en el Mercado de Valores.
- B. Acceso al Mercado de Valores y financiamiento con mejores tasas de interés:** En un mercado de valores poco profundo y con inversionistas muy selectivos en la elección de valores a invertir, la titulización de activos puede representar una alternativa adecuada para empresas que cumplen con los requisitos, pero que no tienen la calificación necesaria para ser una opción atractiva para los inversionistas, como por ejemplo las empresas que acceden por primera vez al Mercado de Valores. Es así que al crearse un patrimonio autónomo por la titulización de activos, los valores que se emitan contra este tendrán una mejor calificación de riesgo que la calificación de otros valores emitidos por la propia empresa, por lo que tendrán una mejor colocación en el Mercado de Valores, esto se debe a que el costo está directamente relacionado con el riesgo del instrumento. De manera que la titulización permite eliminar el riesgo de la empresa y el sector, aislándolo al riesgo de generación de flujo de un activo determinado. Por otro lado, en el futuro, esta empresa podrá emitir nuevos valores con mayor facilidad, pues tendrá un historial que la respalda.

Otro de los beneficios que se puede obtener a través de este instrumento es que pueden conseguir financiamientos a menores tasas de interés que las que otorgan los intermediarios financieros o en todo caso conseguir una tasa equiparable. Lo dicho cobra mayor importancia en un país como el nuestro, el cual se encuentra tratando de contrarrestar los efectos de la crisis financiera mundial a través de incentivos del Gobierno como por ejemplo políticas monetarias que buscan disminuir la tasa de interés activa y así promover la inversión de las empresas.

C. Acceso a financiamiento de largo plazo: La titulización de activos brinda a las empresas peruanas un nuevo instrumento de financiamiento de largo plazo, sin embargo es necesario llevar a cabo emisiones con montos mínimos elevados, con el fin de diluir los costos fijos propios del proceso de titulización. En el caso de titulizaciones de 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 varía entre los 2 años y 26 años.

A parte de utilizar la recaudación de la emisión de estos valores para llevar a cabo inversiones, uno 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 corriente y ácida. Sin embargo, habría que tomar en cuenta que la titulización, al ser una deuda, aumentaría el apalancamiento financiero de la empresa.

Desde el punto de vista del sistema financiero, que por lo general se financian a corto plazo a tasas de interés variables tales como la Libor o Prime Rate, y colocan

créditos a largo plazo, puede llevarlos a un riesgo de descalce. La titulización permite trasladar el riesgo de tasa a los inversionistas calzándola con una tasa de interés fija.

- D. Financiamiento a través de la titulización de flujos futuros:** La ventaja de Titulizar flujos futuros radica en que permite formar el patrimonio fideicometido sin incluir necesariamente los activos reales existentes, así como emitir bonos de titulización con una buena clasificación de riesgo, siempre y cuando tengan una estructura de garantías adecuadas. Por lo tanto se puede obtener el dinero necesario para llevar a cabo un proyecto de inversión y pagar el financiamiento con los flujos que este genere, sin necesidad de que intervenga cualquier otro activo de la empresa. Sin embargo, hay que considerar que, al comprometer parte de los flujos de caja futuros, se estaría aumentando el endeudamiento de la empresa.
- E. Mejor uso de los activos como colateral:** Uno de los problemas que hay en el Perú es la ejecución de las garantías, siendo un proceso lento debido a problemas inherentes al poder judicial; originando así además de una elevada tasa de interés activa y que los intermediarios financieros castiguen el valor de los inmuebles. Es por esta razón que 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 175% del valor comercial), sobre el que se otorgará un crédito. En la titulización de activos, una empresa puede utilizar mejor sus activos como colateral; ya que en lugar de tener un crédito directamente garantizado por el activo, se utiliza el mismo como una garantía. Incluso en el caso

de una titulación de flujos futuros, la garantía principal serán los flujos futuros que se generen y se podría utilizar un inmueble como garantía accesoria. Al ser el activo una garantía 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. Es necesario precisar que, dependiendo de la forma en que se estructure la titulación de activos, se comprometerían los activos o flujos futuros más seguros y se darían como garantías activos que representan el giro del negocio.

F. Necesidad de mostrar información de las empresas: Para ingresar al mercado de valores es necesario que las empresas muestren sus estados financieros y expliquen el giro del negocio, sus perspectivas y posición en el mercado a las empresas clasificadoras de riesgo, a fin de obtener las clasificaciones de riesgo exigidas por ley. Por otro lado, el envío de información es un requisito solicitado por la SMV para brindar a los inversionistas la mayor información posible, para así tomar las mejores decisiones de inversión.

En el Perú, una de las razones por las que el Mercado de Valores no está tan desarrollado, se debe a que un gran número de empresas son familiares, por lo que ellas se pueden mostrar reticentes a mostrar abiertamente su información; sin embargo al hacerse pública la información y darse a conocer la empresa a los inversionistas en el mercado, éstas podrían mejorar las perspectivas para el futuro.

1.15. DESVENTAJAS DEL PROCESO DE TITULIZACIÓN

Son varios los factores que no han permitido utilizar este mecanismo de financiamiento, como el desconocimiento o la lenta asimilación por parte de la mayoría de los participantes en el Mercado de Valores ya que el proceso de oferta de estos valores es más complejo que ofrecer valores tradicionales, como por ejemplo Bonos Corporativos.

Otros factores son los de carácter técnico, entre los cuales podemos señalar la escasez de empresas con grandes carteras de activos financieros que sean homogéneos y de suficiente calidad, asimismo, la carencia de un historial sobre el comportamiento de los activos.

Por otro lado encontramos que los costos fijos inherentes a un proceso de emisión de valores representan un limitante para aquellas empresas que cuentan con la escala necesaria en sus operaciones e indicadores financieros adecuados para ingresar como emisores en el mercado de valores local, sin mencionar a las que desean ingresar pero necesitan realizar cambios internos lo cual implica un costo adicional. Sin embargo al analizar la titulización de activos vemos que la complejidad de las transacciones y requerimientos de organización del proceso exigen un equipo interdisciplinario que acarrea costos y gastos asociados al desarrollo de la estructura, lo que incrementa aún más el costo y empuja a las empresas a utilizar otro instrumento financiero al momento de buscar financiamiento.

En cuanto a la Titulización de Flujos Futuros vemos que una desventaja sería la predictibilidad de los mismos, ya que los potenciales candidatos se encuentran limitados por una economía caracterizada por su inestabilidad, hecho que requeriría que las empresas aumenten las garantías adicionales y así satisfacer los requerimientos de los inversionistas y lograr tasas de interés competitivas y ventajosas para la empresa originadora.

Así mismo, el exceso de liquidez de los bancos y la caída de las tasas de interés junto a otros factores, pueden afectar la posibilidad de nuevas emisiones al dejar de representar una oportunidad de financiamiento para las empresas interesadas en utilizar no solo la titulización de activos sino cualquier instrumento de deuda.

Finalmente, encontramos en el marco tributario una desventaja, por cuanto las transferencias fiduciarias de bienes muebles al patrimonio fideicometido estaban gravadas por el Impuesto de Alcabala, lo que desincentiva a las empresas a Titulizar sus inmuebles ya que este tipo de operación incrementa aún más los costos.

1.16. SITUACIÓN ACTUAL DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

Luego de conocer todos los aspectos teóricos necesarios para desarrollar una Titulización de Activos en nuestro país procederemos a analizar el comportamiento del Mercado de Valores Peruano y específicamente las colocaciones de Bonos de Titulización en los últimos 10 años.

A pesar del crecimiento económico de los últimos años y de la reforma estructural realizada al sistema financiero en los años noventa, realizando cambios normativos con el fin de liberalizar la economía y de armonizar la regulación existente a los estándares de los mercados internacionales más desarrollados, el Mercado de Valores Peruano no ha logrado equiparar el crecimiento ni el tamaño de otros mercados de países Latinoamericanos, tal como se muestra en la siguiente Tabla brindada por la Superintendencia del Mercado de Valores, con datos vigentes al 2014.

Tabla N° 8
Indicadores de Mercado
(Millones de US\$)

País	PBI 1/	N° de Sociedades Listadas	Capitalización de Mercado	Monto negociado RV + RF	Patrimonio Fondos Mutuos 2/	Capitalización de Mercado (%PBI)	Monto negociado (%PBI)	Pat. Fondo Mutuo (%PBI)
España	1,400,483	3,452	992,913	1,098,457	281,553	71%	78%	20%
Brasil	2,244,131	363	843,894	728,403	1,146,070	38%	32%	51%
Colombia	400,117	74	146,746	24,490	27,537	37%	6%	7%
Perú	160,998	264	120,763	4,899	6,283	75%	3%	4%
México	1,295,860	147	480,245	156,574	138,638	37%	12%	11%
Chile	264,095	307	233,245	28,834	45,111	88%	11%	17%
Argentina	536,155	101	60,142	4,803	15,917	11%	1%	3%

1/ Salvo para el caso de Perú, son proyecciones elaboradas por el Fondo Monetario al cierre del 2014.

2/ salvo en el caso de Perú, datos al cierre del tercer trimestre del 2014

Fuente: WFE / FIAB

Como observamos en la Tabla N° 8 el Perú es uno de los países Latinoamericanos con la mayor cantidad de sociedades listadas (264 empresas), después de Brasil y Chile, sin embargo no ocurre lo mismo en cuanto a Capitalización de Mercado, donde nos encontramos en penúltimo puesto, únicamente encima de Argentina. Situación similar si comparamos el Monto Negociado, que suma los valores de renta fija y renta variable emitidos en el Mercado de Valores Nacional.

Tabla N° 9
Características de la deuda por Tipo de Empresa

NÚMERO DE COMPAÑÍAS CON VALORES INSCRITOS	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Compañías con acciones y renta fija	213	220	226	244	241	246
Fondos de Inversión	8	7	7	7	9	9
Empresas sólo Renta Fija	33	36	33	31	32	30
TOTAL	254	263	266	282	282	285
Clas. Ext. - Art. 24° RS 031-2012 (*)	29	28	28	33	31	28

(*) Corresponde a empresas extranjeras con valores listados por Sociedades Agentes de Bolsa según Art. 24° de Res. De Superint. 031-2012

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

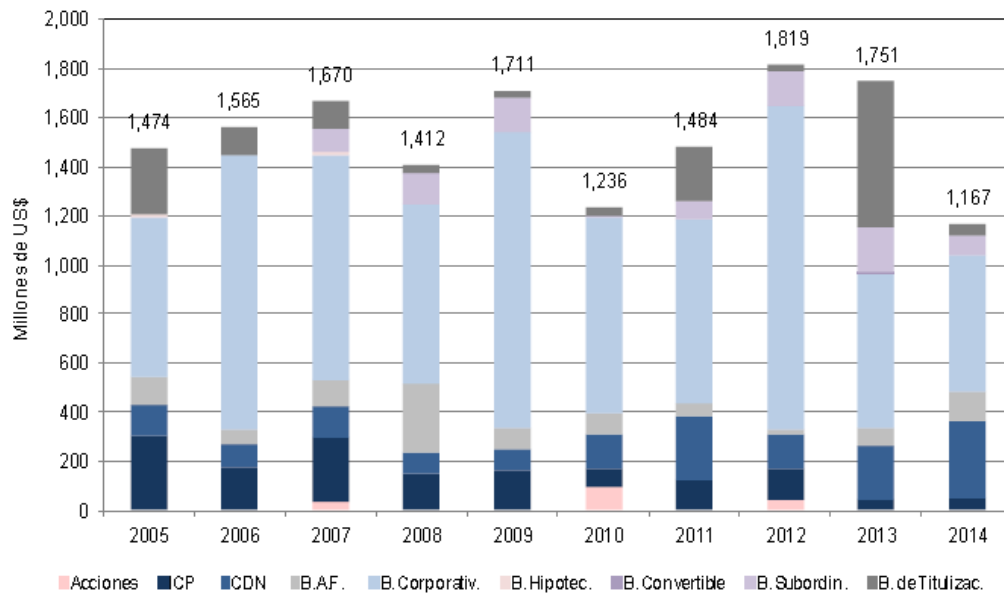
Elaboración: De las autoras

Si analizamos la única ventaja mostrada en la Tabla N° 8 veremos a través del cuadro anterior la evolución del total de empresas emisoras en la Bolsa de Valores de Lima, observando un crecimiento promedio de 1.64% en los últimos 6 años, mientras que si observamos las empresas emisoras únicamente con valores Renta fija, estas presentan un decremento promedio de 1.67% en el mismo periodo de tiempo.

A su vez si comparamos dichos montos con la cantidad de Grandes Empresas registradas por el Ministerio de Producción al año 2013 (8306 empresas), las empresas que listan en bolsa representan únicamente el 3.39% del total de empresas activas. Lo que demuestra un potencial crecimiento en cuanto al número de participantes, y que el Mercado de Valores aún no sería considerado como una alternativa de financiamiento entre las grandes empresas peruanas.

Ahora bien, si observamos el monto colocado mediante Oferta Pública Primaria en el Gráfico N° 3, veremos que en el 2014 fueron 74 las empresas, de diversos sectores económicos, que realizaron colocaciones por US\$ 1, 167 millones, representado principalmente por la oferta pública de Bonos corporativos y Certificados de Depósito Negociables. Dicha tendencia se ha mantenido durante los últimos 10 años, con una participación fuera de lo común de Bonos de Titulización en el año 2013, dato que analizaremos más adelante.

Gráfico N° 3
Oferta Pública Primaria



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Dentro de las empresas que han optado por financiar sus necesidades de liquidez a través de bonos, vemos que nuevamente los Bonos Corporativos son los más utilizados, es así que al 2014, como lo muestra la Tabla N° 10, se encuentran en circulación 264 emisiones de bonos, de los cuales 59% fueron de Bonos Corporativos, seguido por los Bonos Subordinados y los Bonos del Sector Público. Además vemos que a través del Mercado de Valores las empresas pueden acceder a financiamiento de largo plazo, logrando plazos de hasta 30 años en el caso de Bonos Corporativos y 40,6 si consideramos a los Bonos del Sector Público, lo que le brinda una ventaja a esta fuente de financiamiento sobre el Sistema Financiero Tradicional.

Tabla N° 10
Información Estadística de Bonos^{1/2/}

Bonos	Emisores	Emisiones	Monto en Circulación	Monto Prom. En Circulación	Plazo en años
Bonos Arrend. Financiero	6	18	246,149,142	13,674,952	3 a 10 años
Bonos Corportativos	33	155	4,138,783,874	26,701,831	2.5 a 30 años
Bonos Hipotecarios	1	1	600,000	600,000	a 10 años
Bonos Subordinados	11	35	827,210,648	23,634,590	7 a 25 años
Bonos de Titulización	3	21	825,341,416	39,301,972	2 a 26 años
Bonos del Sector Público	1	34	23,689,563,786	696,751,876	4.6 a 40.6 años
TOTAL ^{3/}	45	264	29,727,648,866	112,604,731	

^{1/} Los datos estan actualizados hasta Diciembre del 2014

^{2/} Los montos corresponden a emisiones vigentes listadas en Bolsa. Para bonos colocados en soles se considera TC elex31/12/14: S/. 2.988

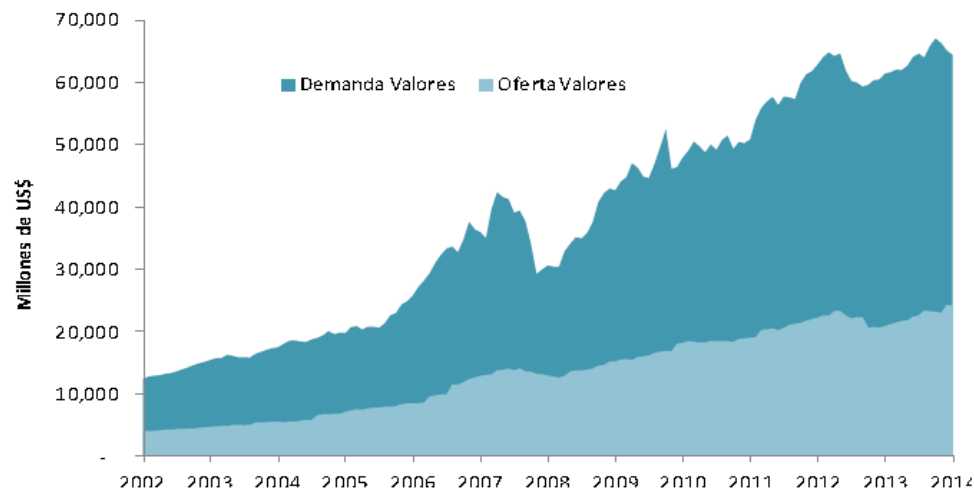
^{3/} Para efectos del total de emisores solo se ha considerado una veva aquellas que han emitido más de una clase de bono

Fuente: Información Estadística BVL

Elaboración: De las autoras

A pesar del poco desarrollo del Mercado de Valores Peruano, una de las principales problemáticas es el déficit de oferta ante la demanda de valores generada por los principales Inversionistas Institucionales. A diciembre del 2014 el exceso de demanda supera los US\$ 40,000 millones logrando que la demanda supere tres veces a la oferta de valores. Estos datos se encuentra reflejados en el Gráfico N° 4, elaborado por la Superintendencia del Mercado de Valores.

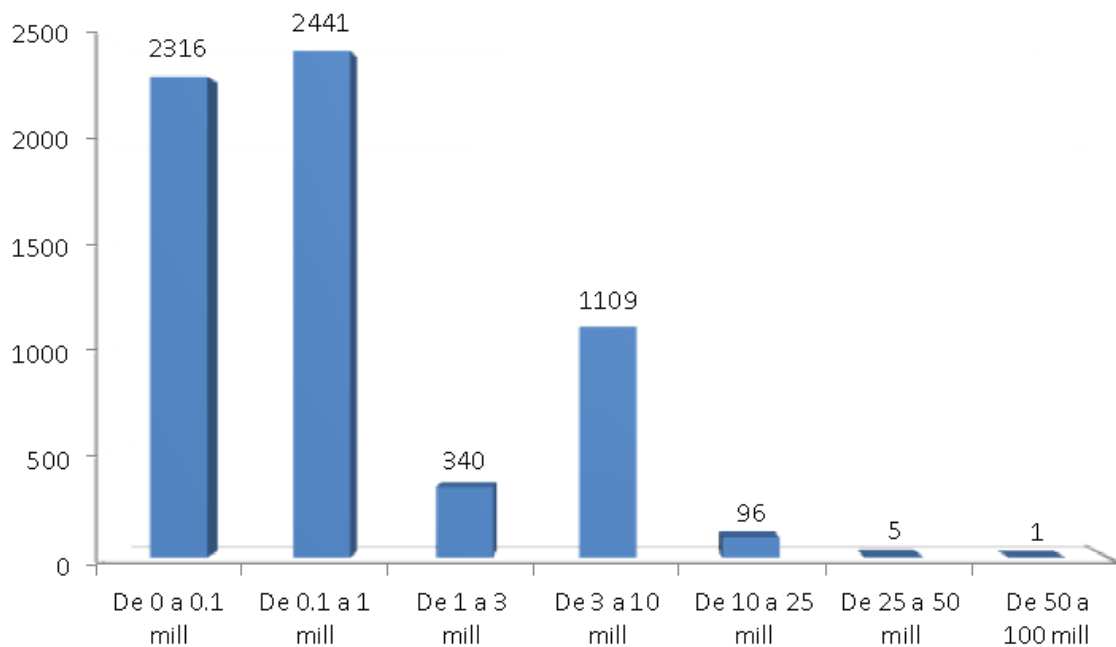
Gráfico N° 4
Demanda Potencial Vs. Oferta de Valores



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

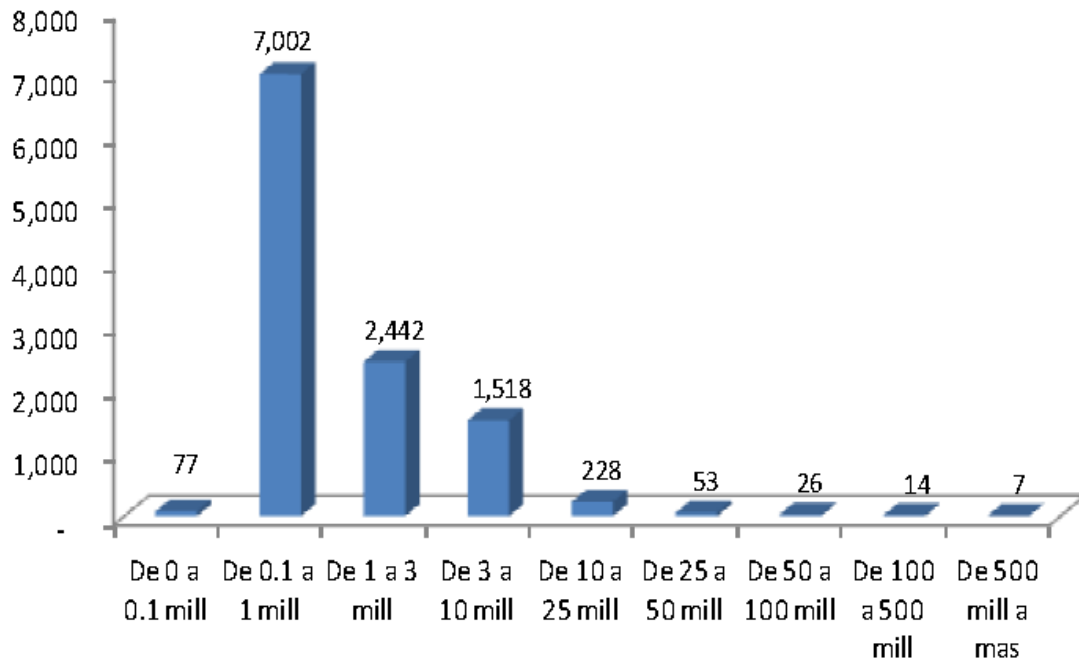
Como observamos en el presente Gráfico la brecha ha ido aumentando en los últimos años, siendo los principales demandantes los inversionistas institucionales locales, los cuales concentran más del 20% de sus portafolios de inversión en Depósitos de Ahorro, es decir 20% de sus portafolios podrían ser destinados a adquirir títulos valores del Mercado de Valores, que brindan una mayor rentabilidad. Así mismo el 30% del portafolio administrado es destinado a inversiones en el exterior y si analizamos específicamente a los fondos de pensiones veremos que este representa el 40%. Por lo tanto, aproximadamente un 50% del portafolio de inversión podría ser redirigido al Mercado Local siempre y cuando la cantidad de empresas y valores de buena calidad aumente.

Gráfico N° 5
Número de Personas Naturales



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Gráfico N° 6
Número de Personas Jurídicas



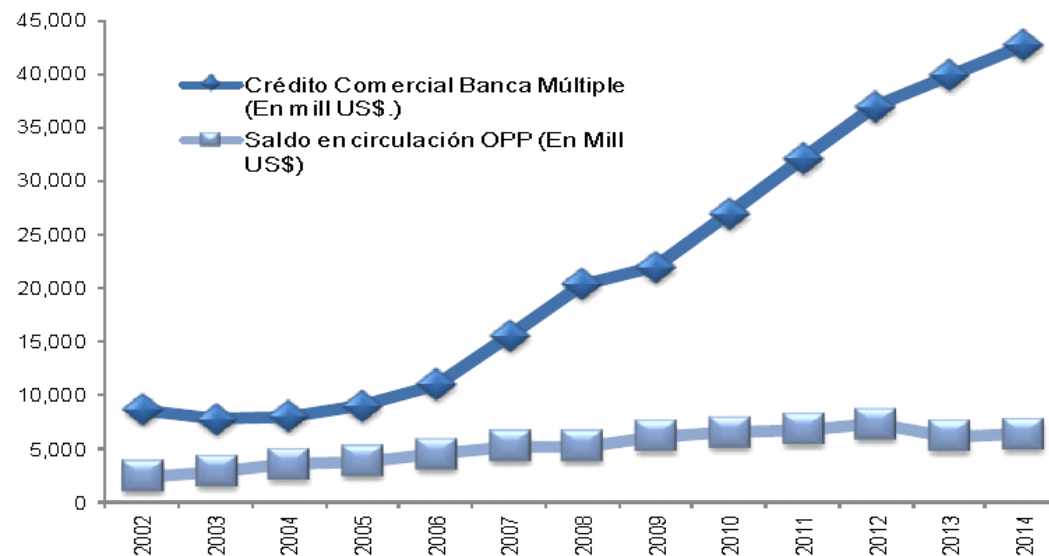
Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Por otro lado y, continuando con los datos presentados por la SMV, un 59% del número total de inversionistas fueron Personas Jurídicas, por consiguiente un 41% fueron Personas Naturales. Si observamos los Gráficos N° 5 y N° 6 veremos que es mayor la cantidad de personas jurídicas que invierten montos superiores a los 10 millones, llegando a invertir 500 millones o más. Mientras que la mayor cantidad de personas naturales al 2014 invirtieron desde montos relativamente pequeños (menos de 0,1 millones de dólares) hasta 1 millón de dólares. En conclusión las personas jurídicas que invierten en el Mercado de Valores concentran el 84% de la Negociación de Valores, mientras que las Personas Naturales solo el 16%.

Como vimos en las Ventajas de la Titulización de Activos, la tasa de interés que se puede obtener a través de este instrumento puede ser menor o igual a la ofrecida por el Sistema Financiero. Sin embargo y a pesar de que el costo de financiamiento puede significar una

ventaja fundamental en el éxito empresarial es mayor la cantidad de empresas que prefieren obtener financiamiento a través del Sistema Bancario que en el Mercado de Valores, como lo muestra el Gráfico N° 7.

Gráfico N° 7
Financiamiento Empresarial
(Mercado de Valores Vs. Sistema Financiero)



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Además podemos observar que la cantidad de Créditos otorgados ha tenido una tendencia creciente desde el año 2006, mientras que la oferta pública primaria de valores ha tenido un comportamiento constante en el mismo periodo de tiempo.

Ahora bien, creemos necesario comparar a los valores representativos de deuda, y dentro de ellos únicamente a los bonos, con los créditos directos otorgados por el Sistema Bancario, por tener similares características, y por ser este último la fuente de financiamiento más utilizada por las grandes empresas, según los datos antes mostrados.

De manera que si comparamos la cantidad de empresas que obtienen financiamiento a través del Mercado de Valores con aquellas que prefieren al Sistema Bancario, aunque estas preferencias no sean excluyentes, es decir, una empresa puede obtener financiamiento de forma directa y a través de un intermediario financiero, la diferencia es abismal, incluso si consideramos que los únicos que pueden acceder al Mercado de Valores son las corporaciones⁷ y las grandes empresas. Si lo expresamos de forma numérica las empresas que emitieron títulos de renta fija en el Mercado de Valores en el 2014 representaron solo el 7,34% del total de deudores de créditos corporativos en el Sistema Bancario, según los datos presentados en la Tabla N° 11; mientras que si tomamos en cuenta a todas las grandes empresas que obtienen financiamiento a través de este intermediario (Tabla N° 12) veremos que la proporción es aún mayor, siendo los emisores de bonos solo el 1,76% del total de grandes empresas que obtienen financiamiento a través del Sistema Bancario.

Tabla N° 11
Deuda Promedio de Créditos Directos Corporativos

Años	N° de Deudores	Créditos Directos (Miles de S/.)	Deuda Promedio (Miles de S/.)
2014	613	37.869.603,48	61.777,49
2013	534	34.143.820,99	63.939,74
2012	496	26.176.842,78	52.775,89
2011	470	26.568.761,70	56.529,28
2010	456	23.353.940,77	51.214,78

Fuente: Cuadros Estadísticos del Sistema Financiero – SBS
Elaboración: De las autoras

⁷ Grandes empresas con ventas anuales mayores a S/. 200 millones en los dos últimos años, de acuerdo a los estados financieros anuales auditados más recientes.

Tabla N° 12
Deuda Promedio de Créditos Directos a Grandes Empresas

Tipo de Empresa	N° de Deudores	Créditos Directos (Miles de S/.)	Deuda Promedio (Miles de S/.)
2014	2549	37.450.749,07	14.692,33
2013	2300	30.227.427,32	13.142,36
2012	1987	25.471.811,67	12.819,23
2011	1719	22.700.168,41	13.205,45
2010	1720	21.182.627,10	12.315,48

Fuente: Cuadros Estadísticos del Sistema Financiero - SBS
Elaboración: De las autoras

Continuando con la comparación de ambos intermediarios, desarrollamos la Tabla N° 13, a través de la cual podemos apreciar que a pesar de que el total de créditos directos otorgados y la cantidad de deudores en el Sistema Bancario es muy superior a los montos colocados por las empresas en el Mercado de Valores; la colocación promedio de bonos corporativos, que son el tipo de bono más utilizado, es superior a la deuda promedio tanto en los créditos corporativos como en los créditos a grandes empresas.

Gracias a los datos estadísticos brindados por la SMV podemos determinar que el mayor monto de colocación de un bono corporativo en los últimos 10 años fue de 596,065 miles de nuevos soles, colocación realizada por la empresa Telefónica del Perú en el año 2007; así mismo la empresa Hunt Oil Company of Perú colocó Bonos de Titulización en el año 2013 por un monto de 328,031 miles de dólares.

Tabla N° 13
Colocación Promedio de Bonos Corporativos y Bonos de Titulización
(En Miles de Nuevos Soles)

AÑOS	BONOS CORPORATIVOS	NÚMERO DE EMISORES	COLOCACIÓN PROMEDIO	BONOS DE TITULIZACIÓN	NÚMERO DE EMISORES	COLOCACIÓN PROMEDIO
2005	1.158.295	12	96.525	80.000	1	80.000
2006	2.093.030	13	161.002	210.000	3	70.000
2007	2.246.215	18	124.790	231.000	3	77.000
2008	1.823.040	15	121.536	95.000	2	47.500
2009	1.845.181	14	131.799	70.000	2	35.000
2010	1.009.125	11	91.739	-	-	-
2011	1.444.945	12	120.412	64.482	1	64.482
2012	2.822.680	14	201.620	80.760	1	80.760
2013	1.337.073	14	95.505	249.067	2	124.534
2014	1.527.260	10	152.726	54.405	1	54.405

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

La comparación de ambos instrumentos financieros nos permite comprobar lo afirmado en la teoría, que el Mercado de Valores permite no solo obtener crédito a largo plazo, sino que también acceder a mayores cantidades de dinero. En el capítulo 2 demostraremos también que las tasas de colocación que pueden obtener los bonos, específicamente los bonos de titulización, pueden ser iguales o menores a las otorgadas por el Sistema Bancario, dato fundamental en la demostración de la hipótesis de la presente investigación.

Por último si comparamos la importancia relativa que tienen los créditos directos otorgados por el Sistema Financiero y la Emisión de Bonos por Oferta Pública Privada en el Producto Bruto Interno (PBI), veremos que es mayor la importancia relativa de los créditos directos con un 11.91% en relación al PBI que los bonos con 2.08% en el año 2005.

A pesar de la promulgación de la Ley de Promoción del Mercado de Valores en el 2013, con el objetivo de dinamizar y modernizar el mercado, la creación de un régimen especial para la

oferta pública de valores dirigido a inversionistas institucionales; la creación del Mercado Alternativo de Valores para ampliar la cantidad de empresas que puedan acceder a esta fuente de financiamiento, así como establecer menores requisitos y requerimientos para la inscripción de valores, podemos apreciar que la importancia relativa de los Créditos Directos ha ido en aumento en los 10 años estudiados, consolidándose como la principal fuente de financiamiento de las empresas en el país, ya que al 2014 la importancia relativa de los créditos en el PBI fue de 20,23%, mientras que las emisiones de Bonos han presentado una tendencia decreciente, logrando una importancia relativa en el 2014, de solo un 1.03% en el PBI.

Tabla N° 14
Importancia relativa de Créditos y Emisión en el PBI ^{1/}

AÑOS	Créditos Directos (Miles de S./.)	Emisión de Bonos por OPP (Miles de S./.)	PBI (Miles de S./.)	RELACIÓN PORCENTUAL	
	A	B	C	A/C	B/C
2005	29,430,214	5,131,075	247,081,134	11.91%	2.08%
2006	33,166,528	8,359,202	287,713,412	11.53%	2.91%
2007	45,558,972	9,276,301	319,692,999	14.25%	2.90%
2008	61,661,139	12,822,606	355,708,418	17.33%	3.60%
2009	60,475,907	18,601,047	365,055,548	16.57%	5.10%
2010	65,884,887	10,636,596	419,693,604	15.70%	2.53%
2011	74,768,810	5,499,620	469,854,824	15.91%	1.17%
2012	80,857,337	8,630,000	508,326,126	15.91%	1.70%
2013	98,807,038	6,999,105	545,551,997	18.11%	1.28%
2014	116,359,736	5,899,000	575,116,580	20.23%	1.03%

1/ Se consideran los créditos corporativos, a grandes y medianas empresas

Fuente: Cuadros Estadísticos SBS, Cuadros Estadísticos BCRP, Anuario SMV

Elaboración: De las autoras

Tabla N° 15
Participación por Tipo de Bono en la Colocación Anual de Oferta Pública Primaria 2005-2014
Por moneda: En Miles de Nuevos Soles

	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
BONOS	1.238.295	%	2.303.030	%	2.687.215	%	2.507.680	%	2.018.481	%	1.024.180	%
- BONOS CORPORATIVOS	1.158.295	94%	2.093.030	91%	2.246.215	84%	1.823.040	73%	1.845.181	91%	1.009.125	99%
- BONOS DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	-	-	-	-	50.000	2%	354.640	14%	70.000	3%	55	0%
- BONOS SUBORDINADOS	-	-	-	-	160.000	6%	235.000	9%	33.300	2%	15.000	1%
- BONOS DE TITULIZACIÓN	80.000	6%	210.000	9%	231.000	9%	95.000	4%	70.000	3%	-	-
- BONOS CONVERTIBLES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

	2011		2012		2013		2014		TOTAL	
BONOS	1.549.427	%	3.254.150	%	1.820.640	%	1.969.674	%	32.215.179	%
- BONOS CORPORATIVOS	1.444.945	93%	2.822.680	87%	1.337.073	73%	1.527.260	78%	17.306.844	54%
- BONOS DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	-	-	-	-	-	-	300.000	15%	774.695	2%
- BONOS SUBORDINADOS	40.000	3%	350.710	11%	222.500	12%	88.009	4%	1.144.519	4%
- BONOS DE TITULIZACIÓN	64.482	4%	80.760	2%	249.067	14%	54.405	3%	1.134.714	4%
- BONOS CONVERTIBLES	-	-	-	-	12.000	1%	-	-	12.000	0,04%

Fuente: RPMV, Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados - SMV

Elaboración: De las autoras

Luego de haber analizado la evolución del Mercado de Valores Peruano, así como una breve comparación con el Sistema Financiero, procederemos a centrarnos en el comportamiento de los instrumentos de Renta Fija negociados en el Mercado de Valores en los últimos 10 años, así como el comportamiento de los Bonos de Titulización en el mismo periodo de tiempo logrando desarrollar los indicadores de la variable independiente “Titulización de Activos” tales como: Monto colocado en soles y dólares de bonos titulizados; el número de colocaciones y la tasa de interés obtenida por la colocación de bonos de titulización.

En primer lugar es necesario especificar que los tipos de bonos actualmente emitidos y colocados en el Mercado de Valores son: Bonos de Arrendamiento Financiero, Bonos Corporativos, Bonos Hipotecarios, Bonos Subordinados y Bonos de Titulización.

Los Bonos Corporativos, que son emitidos con la finalidad de captar fondos que le permitan a la empresa emisora financiar sus operaciones y proyectos, fueron los de mayor colocación en los últimos 10 años, tanto en nuevos soles como en dólares, tal como lo muestra la Tabla N°15 y N° 16, por lo que su participación promedio durante los años estudiados fue de 86.16% del total de colocaciones en Moneda Nacional y 51.30% en moneda extranjera.

El segundo tipo de bono más colocado son los Bonos de Titulización, con una participación promedio de 5.45% en moneda nacional y 23% en moneda extranjera. A pesar de que los Bonos de Titulización son el segundo tipo de bono más colocado en el Mercado de Valores, si realizamos una comparación con los Bonos Corporativos veremos que los Bonos de Titulización solo representan el 7% del Total de Bonos Corporativos colocados en nuevos soles y 44% del total colocado en dólares. Observando así la gran brecha que existe entre ambos instrumentos, que podría disminuir si se demuestra que los Bonos de Titulización pueden brindar los mismos beneficios o mejores, siendo uno de los principales objetivos de nuestra investigación.

Tabla N° 16
Participación por Tipo de Bono en la Colocación Anual de Oferta Pública Primaria 2005-2014
Por moneda: En Miles de Dólares

	2005		2006		2007		2008		2009		2010	
BONOS	651.098	%	589.000	%	382.132	%	293.571	%	777.663	%	544.319	%
- B. CORPORATIVOS	296.098	45%	478.000	81%	192.507	50%	85.229	29%	580.311	75%	444.532	82%
- B. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	114.000	18%	61.000	10%	94.625	25%	158.342	54%	66.220	9%	65.255	12%
- B. SUBORDINADOS	-	-	-	-	40.000	10%	50.000	17%	131.132	17%	-	-
- B. DE TITULIZACIÓN	241.000	37%	50.000	8%	40.000	10%	-	-	-	-	34.532	6%
- B. CONVERTIBLES	-	-	-	-	15.000	4%	-	-	-	-	-	-

	2011		2012		2013		2014		TOTAL	
BONOS	531.541	%	153.146	%	689.670	%	106.969	%	4.719.109	%
- B. CORPORATIVOS	221.023	42%	134.000	87%	20.000	3%	20.000	19%	2.471.700	52%
- B. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	50.518	10%	19.146	13%	71.639	10%	10.000	9%	710.745	15%
- B. SUBORDINADOS	60.000	11%	-	-	95.000	14%	50.000	47%	426.132	9%
- B. DE TITULIZACIÓN	200.000	38%	-	-	503.031	73%	26.969	25%	1.095.532	23%
- B. CONVERTIBLES	-	-	-	-	-	-	-	-	15.000	0,32%

Fuente: RPMV, Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados - SMV

Elaboración: De las autoras

Ahora bien, los Bonos Subordinados han mostrado una participación promedio de 3,47% en el monto total colocado en nuevos soles en los últimos 10 años, pero una participación de 11,62% en el total de colocaciones en moneda extranjera. Este tipo de bono, a diferencia de los bonos corporativos o de titulización solo puede ser emitido por las empresas bancarias con el objetivo de incrementar su patrimonio efectivo, la principal característica de estos bonos es que el pago está condicionado a la cancelación de otras deudas, por lo tanto tienen un rendimiento mayor ya que tienen la última prioridad en el cumplimiento de las obligaciones de los bancos y no es necesario ninguna garantía. Al comparar los montos totales desde el año 2005 vemos que es mayor en moneda nacional (1, 144,519 miles de nuevos soles) que las colocaciones en moneda extranjera (426,132 miles de dólares) lo que demuestra que en los últimos 10 años estos instrumentos han servido principalmente para cubrir las necesidades de capital de las empresas bancarias en nuevos soles.

Por otro lado los bonos de arrendamiento financiero no han presentado una colocación constante en nuevos soles, llegando a presentar la menor participación promedio en moneda nacional después de los bonos convertibles (3,47%). Sin embargo sí presentó una participación constante en las colocaciones de valores denominados en dólares (Tabla N° 16), logrando una participación promedio de 16,88% en el total de colocaciones; esto podría ser explicado por la utilidad de los fondos recaudados por este tipo de bonos, los cuales solo pueden ser emitidos por empresas de arrendamiento financiero para, valga la redundancia, financiar la adquisición de bienes que posteriormente serán materia de arrendamiento. Dicha diferencia puede estar explicada por el tipo de bien que adquieran, pudiendo ser la mayoría de estos en dólares.

Por último tenemos a los bonos convertibles, que son aquellos bonos corporativos que otorgan el derecho de convertir el bono en un número determinado de acciones; estos tipos de bonos son considerados como productos híbridos, ya que combinan características propias de los títulos de renta fija y los derivados sobre acciones. En nuestro país este tipo de bonos solo han sido colocados en dos oportunidades en los últimos 10 años: en el 2007 por un monto de 15 millones de dólares y en el 2013 por la empresa Gerencia Inmobiliario Edifica S.A. emitiendo a un plazo de dos años este tipo de bonos por un monto de 12 millones de soles.

Tabla N° 17
Número de Colocaciones por Tipo de Bono 2005 – 2014

AÑOS	BONOS CORPORATIVOS		BONOS DE ARRENDAMIENTO		BONOS SUBORDINADOS		BONOS DE TITULIZACIÓN	
	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.	US\$	S/.
2005	13	24	13	0	0	0	7	2
2006	14	46	10	0	0	0	3	6
2007	12	64	12	3	2	4	3	8
2008	8	38	13	7	2	4	0	4
2009	20	44	12	2	6	3	0	2
2010	2	26	12	2	0	1	2	0
2011	6	23	12	0	1	2	3	1
2012	4	34	7	0	0	7	0	1
2013	2	26	7	0	2	6	8	4
2014	1	17	1	4	2	2	1	1
TOTAL	82	342	99	18	15	29	27	29
PROMANUAL	8	34	10	2	2	3	3	3

Fuente: Anuarios Estadísticos SMV

Elaboración: De las autoras

Finalmente la Tabla N° 17 nos muestra el número de colocaciones por año de los tipos de bonos analizados, en ella observamos una soberanía de los Bonos Corporativos. Sin embargo los Bonos de Titulización no muestran el mismo comportamiento antes visto, siendo superados por los Bonos de Arrendamiento, con un total de 117 colocaciones entre los años 2005 y 2014. Por lo tanto la participación alcanzada por los Bonos de Titulización se debería a los montos colocados, mas no al número de colocaciones (56 en total).

Luego de haber analizado la participación que tuvo cada tipo de bonos en el mercado primario de valores, así como el número de colocaciones efectuadas en los últimos 10 años, podemos concluir que los Bonos Corporativos y de Titulización son los dos tipos de bonos que presentaron los mayores montos de colocación, ya que están disponibles para todo tipo de empresas emisoras de valores en nuestro país, es decir que no es necesario que pertenezcan a un determinado rubro para poder emitir estos tipos de bonos, como sí es el caso de los bonos de Arrendamiento y Subordinados. Por lo tanto, al tener los Bonos Corporativos características similares a los Bonos de Titulización, estos serán el único tipo de bono que nos servirá para demostrar que los Bonos de titulización pueden ser una Oportunidad de Financiamiento a través de la comparación de las tasa de colocación obtenidas por ambos tipos de bonos al momento de su colocación, dicha comparación se desarrollará en el Capítulo 2.

A continuación procederemos a analizar el comportamiento de los Bonos de Titulización, que como vimos anteriormente, han mostrado una colocación relativamente constante los últimos 10 años tal como se mostró en las Tablas N° 15 y N° 16, donde la colocación total de Bonos de Titulización en moneda nacional fue de S/. 1, 134, 714 miles y un monto total de 1, 095, 532 en miles de dólares. Alcanzando un total de 29 colocaciones en nuevos soles y 27 en dólares.

A su vez la Tabla N° 18 nos muestra la variación porcentual del monto colocado de este instrumento en cada una de las monedas, pudiendo ser explicadas principalmente por el incremento o decremento en el número de colocaciones.

Tabla N° 18
Comportamiento de los Bonos de Titulización

AÑOS	BONOS DENOMINADOS EN NUEVOS SOLES			BONOS DENOMINADOS EN DÓLARES		
	MONTO COLOCADO (En Miles de S/.)	VARIACIÓN PORCENTUAL	NÚMERO DE COLOCACIONES	MONTO COLOCADO (En Miles de \$)	VARIACIÓN PORCENTUAL	NÚMERO DE COLOCACIONES
2005	80,000		2	241,000		7
2006	210,000	163%	6	50,000	-79%	3
2007	231,000	10%	8	40,000	-20%	3
2008	95,000	-59%	4	-	0%	0
2009	70,000	-26%	2	-	0%	0
2010	-	0%	0	34,532	-14%	2
2011	64,482	-8%	1	200,000	479%	3
2012	80,760	25%	1	-	0%	0
2013	249,067	208%	4	503,031	152%	8
2014	54,405	-78%	1	26,969	-95%	1
TOTAL	1,134,714		29	1,095,532		27

Fuente: RPM V, Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados - SMV, Anuarios Estadísticos SMV

Elaboración: De las autoras

Para entender mejor la evolución de los Bonos de Titulización en nuestro país, se realizará a continuación un análisis más profundo, a través de la consolidación de los datos históricos obtenidos de las 56 colocaciones realizadas durante los 10 años estudiados. De tal manera que podamos determinar a los agentes participantes, los activos más utilizados como subyacente, la finalidad de dichos montos, las garantías adicionales utilizadas y principalmente la tasa de colocación obtenida por cada una de ellas. Por último intentaremos explicar las variaciones en el monto colocado por los cambios suscitados en la economía nacional y mundial, extraídos del Reporte de Estabilidad Financiera publicado por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Tabla N° 19
Colocaciones efectuadas en el año 2005

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO COLOCADO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Mil. US\$	Mil. S/.		
Financiera CMR	Credititulos Soc. Tit.	Cartera de cuentas por cobrar de clientes de la tarjeta de crédito CMR	Los activos del Patrimonio Fideicometido.	IP. 1E. SrA		60.00	3 años	5.5630%
				IP. 2E. SrA		20.00	3 años	5.5000%
Drokasa	Intertitulos Soc. Tit.	Flujos futuros y cuentas por cobrar provenientes de las operaciones de venta de Drokasa (Distribuidora de medicamentos, perfumería químicos) y Agrokasa (exportador de espárragos verdes y uva de mesa)	Fianza del IFC (International Finance Corporation) que cubre el 30% del saldo de los bonos; Fianza asumida por el originador	Serie 1	25.00		6 años	5.4200%
Cineplex	Intertitulos Soc. Tit.	Flujos de las ventas futuras que realice Cineplex en los Locales Elegidos (Cineplanet San Miguel, Cineplanet Centro, Cineplanet Alcázar y Cineplanet Primavera) y que sean pagadas en efectivo, en dólares o nuevos soles.	Los activos subyacentes; Patrimonio Fideicometido de Usufructo y fianza del Originador.	1E. Sr.1	8.00		5 años 5 meses	5.5900%
Continental Bolsa	Continental Soc. Tit.	Notas (Credit Linked Notes – CLN) emitidas por Bear Stearns Global Asset Holding, hoy parte de JP Morgan Chase & Co.	100% respaldados por las inversiones del Patrimonio Fideicometido, cuyo riesgo crediticio está vinculado al riesgo de no pago de Bonos Soberanos de la República del Perú.	1P 1E. Unica	50.00		5 años	Libor 180 + 1.4%
Supermercados Peruanos	Intertitulos Soc. Tit.	Flujos de las ventas futuras que efectúen en sus locales y que sean pagadas mediante todas las tarjetas de crédito y/o débito afiliadas a las redes de visanet y expressnet.	El patrimonio podía vender este derecho de usufructo a un tercero para que operara dichos locales (los mejor ubicados del grupo Wong).	1E. Cl. B	8.00		7 años	6.5000%
Hunt Oil Company of Perú	Credititulos Soc. Tit.	Flujos provenientes de su participación en la venta de hidrocarburos (Gas Natural y Líquidos de Gas Natural) extraídos del Lote 88 (Proyecto	Derechos de la venta de la participación mínima, pólizas de seguro cedidas al patrimonio, indemnización por transporte y la cesión de derechos	1P 1E. Sr.A	77.75		15 años	Libor 90d. + 2.3125%
				IP. 2E. SrA	50.00		5 años	Libor 90d. + 1.0%
				IP 3E. Sr.A	22.25		15 años	7.1880%
TOTAL 2005					241.00	80.00		

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

Nuestro análisis sobre los Bonos de Titulización inicia en el 2005, donde a través de la Tabla N° 19 observamos un monto total colocado de 80 millones de nuevos soles, obtenido por la Sociedad Titulizadora Credititulos a través de las dos colocaciones efectuadas, donde obtuvo las siguientes tasas de colocación: 5,56% y 5,50% respectivamente. La empresa originadora fue la Financiera CMR, la cual transfirió al patrimonio fideicometido sus cuentas por cobrar de clientes de la tarjeta CMR con el propósito obtener otra fuente de financiamiento, diversificar el riesgo y disminuir el costo relativo de sus pasivos. Este es el primer programa de emisión de esta empresa financiera, sin embargo, este instrumento continuará siendo un medio para obtener financiamiento en los próximos años y siempre a través de dichos activos subyacentes.

En cuanto a la emisión de bonos de titulización con denominación en moneda extranjera, vemos que estos alcanzaron un monto total de 241 millones de dólares, a través de 7 emisiones, dentro de las cuales 3 de ellas obtuvieron una tasa de colocación basada en un factor variable que fue la tasa Libor sumada a una tasa fija.

El principal emisor de bonos de titulización en dólares fue nuevamente Creditítulos, alcanzando un monto total de 150 millones de dólares, dividido en 3 colocaciones, donde obtuvo las siguientes tasa de colocación: Libor 90d + 2,3925% (6,8423%); Libor 90d + 1% (5,5298%) y 7,1880% respectivamente. El originador de esta operación fue Hunt Oil Company of Perú (HOCP), encargado de la extracción de Gas Natural y Líquido de Gas Natural del Lote 88, el cual forma parte del Proyecto Camisea. Los activos transferidos por HOCP fueron los flujos provenientes de sus ventas futuras de hidrocarburos, con el propósito de cancelar sus obligaciones crediticias. Al igual que Financiera CMR, también fue el Primer Programa de Emisión de HOCP, sin embargo, como veremos en los próximos años, Hunt Oil se convertirá en la empresa que más operaciones de titulización ha efectuado en el periodo de estudio y no solo respecto al número de colocaciones, sino también por el monto colocado, todas ellas garantizadas por sus ventas futuras.

El segundo monto colocado más alto fue efectuado por la Sociedad Tituladora Continental, por un total de 50 millones de dólares, obteniendo una tasa de colocación Libor 180d + 1,4% (5,8467%). Los activos subyacentes transferidos por Continental SAB (originador) fueron Notas Crediticias (CLN - Credit Linked Notes) emitidas por Bear Stearns Global Asset Holding, este tipo de instrumentos son derivados de créditos, pertenecientes a la familia de los productos financieros derivados. En esta operación en particular los CLN incluyen una opción a favor del emisor (Bear Stearns) por la cual el titular del CLN (Continental SAB) acepta asumir el riesgo de

crédito frente a un activo financiero emitido por un tercer denominado entidad de referencia (República del Perú) en este caso Bonos Soberanos del Perú. Es decir que el pago del principal e intereses de los Bonos de Titulización serán pagados por Bear Stearns siempre y cuando no se suscite ningún evento crediticio (quiebra o mora) por parte de los Bonos Soberanos emitidos por la Republica Peruana; en caso se dé, el CLN será liquidado siendo otra entidad la encargada de la deuda del patrimonio fideicometido. De manera que la capacidad de pago de los Bonos de Titulización depende exclusivamente de que el estado cumpla con pagar los Bonos emitidos en los términos pactados.

Tabla N° 20
Colocaciones efectuadas en el año 2006

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Mill. US\$	Mill. S/.		
Continental Bolsa	Continental Soc. Tit.	Notas (Credit Linked Notes – CLN) emitidas por Bear Stearns Global Asset Holding, hoy parte de JP Morgan Chase & Co.	100% respaldados por las inversiones del Patrimonio Fideicometido, cuyo riesgo crediticio está vinculado al riesgo de no pago de Bonos Soberanos de la República del Perú.	IP. 2E. Unica	20,00		5 años 5 meses	Libor 90 + 1.65%
				IP. 3E. Unica	24,00		5 años 5 meses	Libor 160 + 1.60%
				IP. 4E. Unica	6,00		5 años 10 meses	Libor 180 + 0.85%
Municipalidad Metropolitana de Lima	Scotia Soc. Tit.	Cobro de peajes	Activos del PF, fianza solidaria, Contrato de Fideicomiso en Garantía y flujos relativos al Impuesto Vehicular	IP. 1E. Unica		50,00	7 años	7,1875%
Financiera CMR	Credititulos Soc. Tit.	Cuentas por cobrar de las líneas de crédito de la tarjeta de crédito CMR otorgadas a clientes elegidos.	Los activos del Patrimonio Fideicometido. Además existen garantías específicas para c/emisión	IP. 1E.Sr.B		20,00	3 años	7,3750%
				IP. 2E. Sr.C		20,00	3 años	6,1250%
Wong y Metro	Scotia Soc. Tit.	Flujos de las ventas futuras efectuadas en sus locales y que sean pagadas mediante todas las tarjetas de crédito y/o débito afiliadas a las redes de visanet y expressnet.	El patrimonio podía vender este derecho de usufructo a un tercero para que operara dichos locales (los mejor ubicados del grupo Wong).	IP. 1E. Sr.1 Cl.B		30,00	7 años	7,5000%
				IP 2E. Sr.1 Cl.B		70,00	7 años	6,1875%
				IP 2E. Sr.2 Cl.B		20,00	10 años	6,5000%
TOTAL 2006					50,00	210,00		

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

En el año 2006 se pudo observar que el monto total colocado en moneda extranjera fue de 50 millones de dólares, mostrando una variación respecto al año anterior de 191 millones (-79%), esta reducción se dio principalmente por la disminución del número de colocaciones en esa moneda, pasando de 7 a 3, colocaciones efectuadas únicamente por Continental Sociedad Titulizadora, siendo la 2da. 3ra. y 4ta. Emisión del Primer Programa de Emisión efectuada por Continental SAB. Como vimos anteriormente estas colocaciones también fueron a tasas variables con base en la tasa Libor y una tasa fija, tal como se observa en la Tabla N° 20.

Con respecto a las colocaciones efectuadas en moneda nacional, vemos que el monto total colocado fue de 210 millones, mostrando un crecimiento de 163%. Tal como sucedió con las colocaciones en dólares esta variación se explica principalmente por el incremento en el número de colocaciones, pasando de 2 emisiones a 6 este año. Un emisor recurrente es Financiera CMR, sin embargo observamos que las tasas de colocación obtenidas por sus dos colocaciones fueron superiores a las obtenidas el año anterior, la principal razón es una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas, que puede ser explicada por el anuncio de la Asociación de Bancos (Asbanc) de un incremento en la morosidad de tarjetas de crédito otorgada por bancos y financieras en 0,52 puntos porcentuales.

Por otro lado tenemos al Primer Programa de Emisión desarrollado por una entidad pública, en esta ocasión fue la Municipalidad Metropolitana de Lima, la cual titulizó los flujos futuros provenientes del cobro de peajes con la finalidad de obtener financiamiento para continuar con el Plan de Inversiones del 2006, obteniendo un monto de 50 millones de dólares a una tasa de 7,1875%.

Otro nuevo participante es Wong y Metro, los cuales transfirieron al patrimonio fideicometido administrado por Scotia Sociedad Titulizadora sus flujos futuros provenientes de las ventas

efectuadas por tarjetas de débito y crédito afiliadas únicamente a las redes visanet y expressnet. En este primer programa dividido en 2 emisiones y la segunda en 2 series obtuvo un monto total de 120 millones de soles a tasas de 7,5%, 6,1875% y 6,5% respectivamente; el propósito de la operación de titulización fue financiar la expansión de las empresas del grupo así como refinanciar sus pasivos y capital de trabajo.

Tabla N° 21
Colocaciones efectuadas en el año 2007

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Mil. US\$	Mil. S/.		
Supermercados Peruanos	Intertitulos Soc. Tit.	Flujos que deriven de las ventas futuras que efectúen en sus locales y que sean pagadas mediante todas las tarjetas de crédito y/o débito afiliadas a las redes de visanet y expressnet.	El patrimonio podía vender este derecho de usufructo a un tercero para que operara dichos locales	1P. 1E. Sr.1		35,00	5 años 6 meses	6,0625%
Financiera CMR	Credititulos Soc. Tit.	Cuentas por cobrar de las líneas de crédito de la tarjeta de crédito CMR otorgadas a clientes elegidos.	Los activos del Patrimonio Fideicometido. Además existen garantías específicas para c/emisión	1P 2E. Sr.A		31,91	15 años	4,0000%
				1P 3E. Sr.A		24,00	3 años	6,0625%
				1P 3E. Sr.B		15,00	3 años	5,8750%
				1P 4E. Sr.A	15,00		15 años	6,4375%
				4P 5E.		15,09	9 años	6,8750%
Municipalidad Metropolitana de Lima	Scotia Soc. Tit.	Cobro de peajes	Activos del PF, fianza solidaria, Contrato de Fideicomiso en Garantía y flujos relativos al Impuesto Vehicular	1P 2E.Única		40,00	6 años	7,1875%
				1P 3E.Única		30,00	6 años	7,1875%
				1P 4E.		40,00	5 años 4 meses	7,1875%
BBVA Banco Continental	Continental Soc. Tit.	Cuentas por cobrar asociadas a contratos de préstamos hipotecarios otorgados por BBVA Continental	Mantiene una garantía parcial del BID, así como con un sobrecolateral compuesto por cartera hipotecaria adicional	5P 1E.	23,75		18 años	6,7500%
				5P 1E.	1,25		-	-
TOTAL 2007					40,00	231,00		

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

El 2007 se caracterizó por las mayores colocaciones de ofertas públicas primarias en moneda nacional, donde la colocación de bonos titulizados creció en 10%, superior al crecimiento de 7% de los bonos corporativos, alcanzando así un monto total de colocación de 231 millones de soles.

Dicho monto se debe al aumento en 2 colocaciones con respecto al 2006, así como el ingreso de una nueva empresa originadora (Supermercados Peruanos), las otras dos continuaron emitiendo valores correspondientes a los Programas de Emisión inscritos años anteriores.

La operación de Titulización efectuada por Supermercados Peruanos (originador) transfirió los mismos activos subyacentes utilizados por la empresa Wong y Metro el año anterior, sin embargo obtuvo una tasa de colocación menor, siendo esta de 6.0625% a un plazo de 5 años. Los fondos obtenidos fueron destinados a re perfilar su deuda financiera y financiar la primera etapa de expansión iniciada en el 2006.

El escenario visto en las colocaciones en moneda nacional no se repitió en las colocaciones en moneda extranjera ya que tanto los bonos corporativos como los bonos de titulización sufrieron un decremento en el monto total colocado; en el caso de los bonos de titulización el decremento con respecto al año anterior fue de 10 millones de soles (20%), alcanzado un monto total de US\$40 millones a través de 3 únicas colocaciones.

Las colocaciones en dólares también presentaron una nueva empresa originadora, que fue BBVA Banco Continental, siendo a su vez la primera operación de titulización donde los activos subyacentes son cuentas por cobrar asociados a los créditos hipotecarios otorgados. La estructura administrada por Continental Sociedad titulizadora se dividió en dos tipos de bonos titulizados: Instrumentos Preferentes e Instrumentos Junior. Los bonos preferentes obtuvieron una tasa de colocación de 6,75% mientras que los Junior son de contenido mixto, donde en primer lugar se pagará la amortización y posteriormente el rendimiento. Ambas emisiones colocaron un monto total de 25 millones de dólares.

Creemos que el 2007 fue el inicio de las variaciones negativas en las colocaciones en dólares, principalmente por la revelación de la real magnitud de la crisis en el mercado hipotecario de los Estados Unidos y su efecto en las entidades financieras.

La mayor turbulencia en los mercados financieros internacionales, generaron períodos de alta volatilidad a partir del mes de agosto, lo que provocó que el 16 de agosto y el 21 de noviembre, las negociaciones en la Bolsa de Valores de Lima fueran suspendidas durante 30 minutos para calmar las expectativas entre los inversionistas.

En estos períodos de volatilidad se produce una sobre-reacción en los mercados bursátiles inducida por el excesivo nerviosismo de los inversionistas menos experimentados, lo que provocó la venta de acciones por la expectativa de que continúe el descenso de las cotizaciones, a pesar de que los precios se encuentren por debajo de sus valores fundamentales. La sobre-reacción en los mercados bursátiles generó “compras de oportunidad” dentro de los inversionistas más experimentados y un mayor posicionamiento en acciones de los inversionistas institucionales con un horizonte de largo plazo.

Así mismo, esta situación provocó una mayor aversión al riesgo en los inversionistas, quienes exigieron un mayor rendimiento de los instrumentos de deuda demandados; generando un incremento en el costo del financiamiento en el mercado de capitales local.

Tabla N° 22
Colocaciones efectuadas en el año 2008

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Mill. US\$	Mill. S/.		
Municipalidad Metropolitana de Lima	Scotia Soc. Tit.	Cobro de peajes	Activos del PF, fianza solidaria, Contrato de Fidicomiso en Garantía y Flujos relativos al Impuesto Vehicular	IP 5E.		30,00	5 años	7,1875%
				IP 6E Única		20,00	4,6 años	7,1875%
Banco Falabella Perú S.A.	Creditulos Soc. Tit.	Cuentas por Cobrar de clientes de la tarjeta de crédito CMR Falabella	Los activos del Patrimonio Fideicometido. Además existen garantías específicas para c/emisión	IP 3E. Sr.C		20,00	3 años	5,8125%
				IP 3E. Sr.D		25,00	3 años	6,6875%
TOTAL 2008						95,00		

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

En el año 2008 se acentuó la crisis financiera internacional, provocando la quiebra de uno de los bancos de inversión más importantes de Estados Unidos: Lehman Brothers. Situación que afectó al mercado de capitales peruano ya que generó una aversión al riesgo por parte de los inversionistas, razón que incrementó el costo de financiamiento para el sector privado, lo que desincentivó el uso del mercado de capitales como fuente de financiamiento para las empresas corporativas no financieras, las mismas que optaron por aplazar sus colocaciones de deuda a la espera de una mejora en las condiciones de los mercados financieros. Afectando principalmente a los Bonos Corporativos como a los de Titulización.

Sin embargo cabe mencionar que los bonos de arrendamiento financiero mostraron un fuerte dinamismo ya que para el 2008 tuvieron un crecimiento de 609% en MN y 67% en ME; los contratos de arrendamiento financiero se vieron favorecidos por el dinamismo de la inversión privada en bienes de capital, dado los planes de la mayoría de empresas en ampliar su capacidad productiva.

Es así que la colocación de bonos de titulización denominados en moneda nacional tuvo un decremento de 59% respecto al 2007 colocando S/.95 millones. Por otro lado afectó profundamente a las colocaciones en dólares al no efectuarse ninguna en todo el año.

Las 2 operaciones de titulización fueron efectuadas por la Municipalidad de Lima Metropolitana y Banco Falabella. La primera corresponde al Primer Programa de Emisión inscrito en el año 2006 a través de Scotia Sociedad Titulizadora realizando dos colocaciones por un monto total de 50 millones de nuevos soles logrando ambas una tasa de 7.1875%.

Banco Falabella, antes Financiera CMR continuó con las emisiones parte de su Primer Programa de Emisiones inscrito en el 2005, utilizando nuevamente a sus cuentas por cobrar de consumos con tarjetas de crédito CMR, como activo subyacente. Sus bonos de titulización de categoría C y D a 3 años ambas obtuvieron tasas de 5.8125% y 6.6875% por un monto total de 45 millones de nuevos soles.

Creemos necesario explicar que en ambas ocasiones las colocaciones se debieron al cumplimiento del calendario establecido, por ejemplo en el caso de Banco Falabella, éste inscribió su Primer Programa de Emisión en el año 2005, el cual tiene una vigencia de 3 años, en caso no emita el monto restante perdería dicho monto y para obtener financiamiento debería efectuar otra inscripción, con sus respectivos costos.

Tabla N° 23
Colocaciones efectuadas en el año 2009

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Mill. US\$	Mill. S/.		
Municipalidad Metropolitana de Lima	Scotia Soc. Tit.	Cobro de peajes	Activos del PF, fianza solidaria, Contrato de Fideicomiso en Garantía y flujos relativos al Impuesto Vehicular	IP. 1E. Única		40,00	03.58 años	7,1875%
Banco Falabella Perú S.A.	Creditulos Soc. Tit.	Cuentas por Cobrar de clientes de la tarjeta de crédito CMR Falabella	Los activos del Patrimonio Fideicometido. Además existen garantías específicas para c/emisión	IP. 4E Sr.A		30,00	5 años	5,5625%
TOTAL 2009						70,00		

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

En el 2009 se observó un mayor dinamismo en la colocación de instrumentos de renta fija siendo los bonos corporativos los que mayor crecimiento presentaron, siendo este de 581% en colocaciones en moneda extranjera. Este crecimiento se debió a que las empresas optaron nuevamente por financiarse en el mercado de capitales debido a las menores tasas de rendimiento exigido en las emisiones y la mayor demanda por instrumentos. Sin embargo los Bonos de Titulización no presentaron el mismo comportamiento, colocando únicamente valores en moneda nacional por un total de 70 millones, sufriendo un decremento de 26% en relación al 2008.

Las dos empresas originadoras continúan siendo Municipalidad de Lima Metropolitana y Banco Falabella. A pesar de la disminución de la tasa de rendimiento exigida por los inversionistas en bonos corporativos, la Municipalidad de Lima, a través de la titulización de sus flujos futuros provenientes del cobro de peajes, obtuvo por la colocación de 40 millones la misma tasa obtenida los dos años anteriores. Sin embargo la situación mejora para los Bonos emitidos por Banco Falabella, los cuales continúan garantizando sus bonos de titulización con sus cuentas por cobrar provenientes de la tarjeta CMR, ya que este año obtuvo, por la emisión de 30 millones de soles, una tasa de 5,5625%, menor a las obtenidas el año pasado en 112 puntos básicos.

En el caso de las colocaciones de bonos de titulización en dólares estas fueron nulas, esto debido a que la evolución del tipo de cambio se vio afectada por la caída del dólar frente a las principales monedas de la economía mundial. Así mismo estuvo influenciado por las expectativas de los agentes económicos, los cuales apostaban por una tendencia apreciatoria del nuevo sol.

Por último es necesario acotar que es en este año cuando se cumplen los Programas de Emisión de Bonos de Titulización de ambas empresas originadoras.

Tabla N° 24
Colocaciones efectuadas en el año 2010

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Miil. US\$	Miil. S/.		
Banco de Crédito del Perú y Banco Internacional del Perú	Titulizadora Peruana Soc. Tit.	Créditos Hipotecarios del BCP e Interbank	La Corporacion Financiera internacional (IFC) otorga una garantía hasta por el 1% del Saldo Vigente, en respaldo del pago de principal e intereses	Emisión Única	32,46		20 años	4,8000%
Banco de Crédito del Perú y Banco Internacional del Perú	Titulizadora Peruana Soc. Tit.	Créditos Hipotecarios del BCP e Interbank	Garantías hipotecarias de los créditos transferidos	Emisión Única	2,07		20 años	9,0000%
TOTAL 2010					34,53			

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

En el 2010 la situación de los bonos de titulización no mejoró, si analizamos los factores externos veremos que debido a la disminución en el ritmo de recuperación de las economías desarrolladas, aumentó la aversión al riesgo de los inversionistas en el mercado financiero internacional. Por otro lado, la lenta o nula recuperación de Estados Unidos provocó la debilidad del dólar respecto a las principales monedas internacionales, reflejándose en nuestro tipo de cambio, el cual mostró una tendencia a la baja durante todo el 2010.

Esta situación provocó la disminución en las colocaciones de todos los tipos de bonos, con excepción de los Bonos de Titulización denominados en dólares, los cuales presentaron una ínfima recuperación, alcanzando un monto total de colocación por 34,53 millones de dólares.

La única emisión fue realizada por Titulizadora Peruana Sociedad Titulizadora, operación garantizada por el patrimonio fideicometido formado por los créditos hipotecarios del Banco de Crédito del Perú e Interbank, esta es la primera operación donde son dos diferentes originadores con activos de características similares que se juntan para obtener financiamiento, el principal

objetivo de estas sociedades fue reducir los costos de emisión y mantenimiento, que como veremos en el Capítulo 2, dependen principalmente del monto total colocado.

De manera que, en esta operación Titulizadora Peruana emitió dos tipos de Bonos: Bonos Preferentes por un valor de 32,46 millones de dólares a una tasa de 4,8% y Bonos Subordinados por un monto de 2,07 millones de dólares y obtuvo una tasa de interés de 9%, este último sirvió principalmente como colateral de la cartera que respalda a los Bonos Preferentes, así mismo como garantía adicional se transfirieron las garantías hipotecarias otorgadas por los deudores de dichos créditos hipotecarios.

Tabla N° 25
Colocaciones efectuadas en el año 2011

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Mil. US\$	Mil. S/.		
Hunt Oil Company of Perú	Creditulos Soc. Tit.	Ventas de los hidrocarburos extraídos del Lote 56 (Camisea)	Derechos de crédito de las ventas, derechos de polizas de seguros, derechos de operación conjunta y derechos de Contrato de Licencia	2P. 1E. Sr.A	13,58		14 años 2 meses	6,8438%
				2P. 2E. Sr.A	40,00		3 años 2 meses	4,2500%
				2P. 3E. Sr.A	146,42		14 años 2 meses	Libor 180 días +3.81250%
Scotiabank Perú S.A.A. (Mall Aventura Trujillo)	Scotia Soc. Tit.	Derechos de cobro y cuotas futuras pendientes del Contrato de arrendamiento Financiero; rentas por alquileres a locatarios.	Fianza solidaria del deudor y fideicomiso en Garantía conformado por: i) cesión de posición contractual del CAF; ii) transferencia en dominio fiduciario del terreno y la fabrica y, iii) derecho de uso de superficie del terreno	1P. 1E. Única		64,48	10 años	8,0313%
TOTAL 2011					200,00	64,48		

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

En el año 2011, se observó un crecimiento de 479% en el monto total colocado en Bonos de Titulización en moneda extranjera, el cual puede ser explicado por la tendencia a la baja del dólar a nivel internacional, situación que pudo haber sido aprovechada por Hunt Oil Company of Perú (HOCP), única empresa originadora de bonos de titulización denominadas en dólares. A su vez, gracias a la amplia liquidez de las entidades financieras así como de los inversionistas

institucionales, es que las grandes empresas nacionales aprovecharon para obtener financiamiento de largo plazo a un costo financiero atractivo, en un contexto de bajas tasas de interés internacional, con expectativas de que estas se mantengan bajas los próximos años. Esta facilidad para obtener financiamiento bancario ha provocado la disminución del ritmo de emisiones, lográndose solo 4 colocaciones efectuadas por 2 Sociedades Titulizadoras.

Es así, que el monto total colocado en moneda extranjera fue de 200 millones de dólares, los cuales correspondieron al Segundo Programa de Emisión de Bonos Titulizados de Hunt Oil, el cual fue dividido en 3 emisiones; la administración estuvo a cargo de Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. siendo los activos subyacentes nuevamente los flujos futuros provenientes de la venta de Gas Natural y Líquido de Gas Natural extraídos del Lote 56, el cual también forma parte del Proyecto Camisea. Las tasas de interés obtenidas en las tres colocaciones fueron: 6,8438%, 4,25% y Libor 180d. + 3,8125%. Es importante acotar que durante el 2011, la participación de los Bonos Titulizados en moneda extranjera con respecto a la Totalidad de colocaciones de Instrumentos de Renta fija fue de 38%, siendo el segundo tipo de bono más colocado este año.

Por otro lado el monto total de colocaciones en moneda nacional fue de 64, 48 millones de nuevos soles, los cuales corresponden a la única colocación que se realizó en dicha moneda, siendo el originador de la operación de titulización la empresa Aventura Plaza, y el administrador del patrimonio fideicometido Scotia Sociedad Titulizadora, el cual estuvo conformado por derechos de cobro y cuotas futuras pendientes del contrato de Arrendamiento Financiero del Mall Aventura Plaza Trujillo. Esta es la primera operación efectuada por una empresa constructora de centros comerciales con el objetivo de reemplazar los fondos solicitados al Banco Scotiabank para financiar la construcción de su Mall en la ciudad de Trujillo.

Tabla N° 26
Colocaciones efectuadas en el año 2012

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Mil. US\$	Mil. S/.		
Inmuebles Panamericana S.A.	Credititulos Soc. Tit.	Cuentas por cobrar arriendos, aportes de mantenimiento, marketing e ingresos por servicios de IPSA	Fideicomiso en garantía de los inmuebles denominados Sub Lote A y C, ubicados en Av. Alfredo Mendiola y Av. Industrial, respectivamente y las construcciones actuales y futuras ahí desarrolladas; Fianza del Originador	10P. 1E.		80,76	15 años	7,8125%
TOTAL 2012						80,76		

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

Durante el año 2012 observamos que la única colocación fue realizada por Inmuebles Panamericana, siendo el fiduciario del patrimonio fideicometido Credititulos Sociedad Titulizadora, por un monto total de 80, 76 millones de Nuevos Soles, a un plazo de 15 años con una tasa de 7,81%. Esta operación representó un crecimiento de 25% en las colocaciones en Moneda Nacional con respecto al año anterior.

A pesar de la apreciación del Nuevo Sol, debido al incremento de la demanda de activos financieros en moneda nacional por inversionistas no residentes gracias a los sólidos fundamentos macroeconómicos reflejados en el alza de las clasificaciones de riesgo de nuestro país, no se efectuó ninguna colocación de Bonos en moneda extranjera.

Sin embargo esto puede estar explicado por el dinamismo que han presentado las empresas corporativas en los mercados internacionales, muestra de ello son sus emisiones de instrumentos de deuda de largo plazo (por lo general a 10 años o superior) y el mayor uso de líneas de crédito de entidades financieras del exterior. Además se esperaba que el atractivo costo financiero, dado el entorno de bajas tasas de interés internacional, se mantuviera en los próximos años por las políticas de estímulo monetario implementados por los bancos centrales.

Por último, las empresas que emitieron instrumentos de deuda en el exterior, y que pudieron ser potenciales emisoras de Bonos de Titulización en el Mercado de Valores Local fueron: Terminales Peruanos, Euroandinos, Banco de Crédito del Perú, Ajecorp, BBVA, Coazucar, Southern Cooper, Interbank y Maestro Home Center.

Tabla N° 27
Colocaciones efectuadas en el año 2013

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Mill. US\$	Mill. S/.		
Credicorp Capital SAB S.A. Bonos Estructurados de titulización. TIANA	Credititulos Soc. Tit.	Depositos a plazos a tasa fija de 3,85% en el BCP; opcion "Call" sobre el índice JP Morgan "ETF Eficiente 5"	No existen garantías. Los valores será respaldados por los Activos que integran el Patrimonio Fideicometido	1P. 1E.		103,16	2 años	Capital Protegido
		Depositos a plazos a tasa fija de 3,49% en el BCP; opcion "Call" sobre el índice JP Morgan "ETF Eficiente 5"		2P. 1E.		38,34	2 años	Capital Protegido
		Depositos a plazos a tasa fija de 3,73% en el BCP; opcion "Call" sobre el índice propietario de BNP Paribas "BNP GURU Global Emerging 6% Volatility Target"		3P. 1E.		23,25	2 años y 3 meses	Capital Protegido
Los Portales S.A.	Continental Soc. Tit.	Cuentas por cobrar asociadas a proyectos de habitación urbana, respaldadas por letras de cambio	Fideicomiso de Inmuebles conformado por los lotes de terreno asociados a las cuentas por cobrar cedidas. Carta fianza	1P. 1E.	25,00		8 años	7,3438%
Hunt Oil Company of Perú	Credititulos Soc. Tit.	Derechos de crédito por las ventas de GN y LGN extraídos del lote 88; los flujos a recibir de sus ventas, polizas de seguros, y derechos del Acuerdo de Operación Conjunta (JOA)	Derechos de crédito de las ventas, derechos de polizas de seguros, derechos de operación conjunta y derechos de Contrato de Licencia	3P. 7E.	173,57		10 años	Libor 180 +3.1250
				3P. 8E.	50,00		5 años	4,4375%
				3P. 10E.	104,47		9 años y 6 meses	Libor 180 +3.375
Abengoa Transmisión Norte	Credititulos Soc. Tit.	Concesión SGT de la línea de transmisión 220 kV derechos y obligaciones de la concesión, bienes de la concesion, derechos de cobro, flujos dinerarios, contratos de fibra óptica, contratos de conexión, credito fiscal	i) Activos del Patrimonio Fideicometido, ii) Hipoteca sobre la Concesión SGT y los bienes de la Concesión, iii) Cuenta Reserva	1P. 1E.	15,00		5 años	3,8438%
				1P. 2E.	50,00		15 años	6,1563%
				1P. 3E.	45,00		26 años	7,5313%
Scotiabank Perú S.A.A. (Mall Aventura Bellavista)	Scotia Soc. Tit.	Derechos de cobro y las cuotas futuras pendientes del Contrato de Arrendamiento Financiero, y las rentas por alquileres a locatarios	Fianza solidaria del deudor y fideicomiso en garantía conformado por: i) cesión de posición contractual del CAF, ii) transferencia en dominio fiduciario del terreno y la fabrica y iii) derecho de uso de superficie de terreno	1P. 1E.		84,32	12 años	7,3750%
Inversiones La Rioja S.A	Scotia Soc. Tit.	Derechos de cobro, flujos dinerarios por la venta de muebles y otros derechos del hotel JW Marriot Lima	Fideicomiso en Garantía sobre los activos de JW Marriot Lima; Fianza del Originador	1P. 1E.	40,00		20 años	7,2813%
TOTAL 2013					503,031	249,067		

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

Continuando con nuestro análisis, en el año 2013 observamos un incremento sustancial de las colocaciones de Bonos de Titulización en ambas monedas. En moneda nacional el monto total colocado fue de 249, 067 millones de Nuevos Soles, efectuado por dos emisores: la primera fue por Credibolsa SAB S.A. emitiendo el Primer Programa de Bonos Titulizados Estructurados – TIANA (“Titulización de Activos con Nominal Asegurado”) por un monto total de 164,75 miles de Nuevos Soles, el cual fue emitido en 3 emisiones en un plazo de tiempo de 2 años cada uno, donde su fiduciario fue Creditítulos Sociedad Titulizadora. Este tipo de bonos de titulización se emitieron bajo la modalidad de capital protegido, el cual ofrece a los inversionistas la posibilidad de un nivel de protección definido que oscila entre 90% y 105%. Ello se realiza mediante la inversión en un instrumento subyacente, en este caso un depósito a plazos a tasas fijas en el BCP; el rendimiento será dado por la inversión del activo subyacente, el cual varía en cada una de las emisiones, datos que se pueden observar en la Tabla N° 27. Por último es necesario especificar que en este tipo de estructura no existen garantías adicionales, la operación es íntegramente respaldada por los activos que integran el patrimonio fideicometido.

La segunda colocación tuvo como originador nuevamente a Aventura Plaza, efectuando la misma estructura, con la única diferencia que los flujos titulizados provienen del Mall Aventura Plaza Bellavista, colocando en monto total de 84, 318 millones de Nuevos Soles a una tasa de interés de 7.38%.

La situación mejoró aún más en las colocaciones en moneda extranjera, logrando un monto total de 503, 031 millones de dólares, los cuales correspondieron a 8 colocaciones, efectuadas por 4 emisores: El principal emisor fue Creditítulos Sociedad Titulizadora, administrador de los fondos fideicometidos de Hunt Oil Company of Perú por un monto de 328,03 millones de dólares, obteniendo tanto tasas variables como fijas, siendo estas: Libor 180d + 3.1250%; 4.44% y Libor

180d + 3.375%. Como mencionamos anteriormente este es el monto más alto colocado en dólares por una empresa en los últimos 12 años en el Mercado de Valores de Renta Fija.

Por otro lado, este año ingresaron al Mercado 3 nuevas empresas originadoras, siendo Abengoa Transmisión Norte a través de la transferencia de los derechos y obligaciones de la concesión SGT de la línea de transmisión 220Kv el que presentó el monto más alto de colocación (110 millones de dólares) a través de 3 emisiones las cuales forman parte de su Primer Programa de Emisión.

El crecimiento obtenido este año fue de 208% en moneda nacional y 152% en moneda extranjera, la cual puede ser explicada por la menor emisión de bonos de empresas corporativas en el mercado internacional, en un contexto de menor perspectiva de crecimiento de las economías emergentes principalmente por una menor demanda de sus socios comerciales externos, lo que provocó que los rendimientos de los bonos emitidos hayan aumentado entre 150 y 200 puntos básicos, así como un aumento de la incertidumbre asociada a la política monetaria de la Reserva Federal de Estados Unidos. En este contexto de mayores tasas de interés a nivel global las empresas peruanas evitaron tomar deudas en el mercado internacional, impulsando así a las empresas a financiarse mediante el sistema financiero local.

Tabla N° 28
Colocaciones efectuadas en el año 2014

ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION	MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
					Mill. US\$	Mill. S/.		
Hunt Oil Company of Perú	Credicorp Capital Soc. Tit.	Derechos de crédito por las ventas de GN y LGN extraídos del lote 88; los flujos a recibir de sus ventas, pólizas de seguros, y derechos del Acuerdo de Operación Conjunta (JOA)	Derechos de crédito de las ventas, derechos de pólizas de seguros, derechos de operación conjunta y derechos de Contrato de Licencia	3P. 12E.	26,97		4 años 9 meses	4,1875%
Scotiabank Perú S.A.A. (C. C. Atocongo Open Plaza y C. C. Los Jardines Open Plaza)	Scotia Soc. Tit.	Derechos de cobro y las cuotas futuras pendientes del Contrato de Arrendamiento Financiero, y las rentas por alquileres a locatarios	Constitución de una Cuenta de Reserva, garantía de la Fábrica y el Terreno de los Centros Comerciales y una fianza corporativa de Open plaza	1P. 1E.		54,41	14 años	7,1250%
TOTAL 2014					26,969	54,405		

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

Por último en el año 2014, el monto colocado tanto en soles como en dólares fue el menor registrado en los últimos 10 años, siendo este de 26, 969 millones de dólares, mientras que en nuevos soles alcanzó un monto total de S/.54, 405 millones.

Este decremento en ambas monedas se explica por la reducción del número de colocaciones, efectuándose solamente una en cada moneda.

Las empresas que colocaron bonos de titulización fueron: Credicorp Capital Sociedad Titulizadora, a través de los activos transferidos por Hunt Oil Company of Perú, los cuales fueron nuevamente los flujos provenientes de sus ventas futuras de hidrocarburos. Estos activos garantizaron la emisión de Bonos de titulización por un monto total de 26, 969 millones de dólares a un plazo de 4 años y 9 meses y a una tasa de interés de 4,19%, viniendo a ser esta su 12va emisión; el otro emisor fue Scotia Sociedad Titulizadora, a través de los derechos de cobro y cuotas futuras pendientes del contrato de arrendamiento financiero de la empresa constructora de centros comerciales Open Plaza S.A. Tal como efectuó Aventura Plaza años anteriores dichos fondos servirán para reemplazar el 100% de los fondos utilizados por Open Plaza para el

financiamiento de la construcción del Centro Comercial Atocongo Open Plaza y el Centro Comercial Los Jardines Open Plaza. Los bonos de titulización fueron colocados por un monto de 54, 405 millones de Nuevos Soles en su Primer Programa de Emisión, obteniendo una tasa de interés de 7,13%.

El decremento de 78% en Moneda Nacional y 95% en Moneda Extranjera puede ser explicado por una disminución del financiamiento de las empresas corporativas en el mercado de capitales internacional y sustituyendo sus requerimientos de capital con créditos concedidos por la banca local, ya que durante el 2014 hubo una mayor percepción del riesgo sobre los países emergentes, encareciendo las tasas de interés de las emisiones en el mercado internacional.

Es así que podemos concluir que el comportamiento de los Bonos de Titulización fue el siguiente: En primer lugar el monto colocado en los últimos 10 años fue de 1, 134,714 miles de nuevos soles y 1, 095,532 miles de dólares, representando en moneda nacional únicamente el 7% del total colocado por los Bonos Corporativos, el principal representante de los instrumentos de renta fija ofertados en el Mercado de Valores. Mientras que en moneda extranjera representaron el 44% del total colocado por los Bonos Corporativos en la misma moneda. De esta manera podemos determinar que los Bonos de Titulización son el segundo tipo de bono con mayor monto de dinero colocado en el periodo estudiado. En cuanto al número de colocaciones efectuadas desde el año 2005 hasta Octubre del 2015 estas fueron 30 en moneda nacional y 31 en moneda extranjera.

Las tasas de interés fijas obtenidas por las colocaciones de Bonos de Titulización en el periodo estudiado fluctuaron entre el 3.84% obtenido por la empresa Abengoa Transmisión Norte y el 8,0313% obtenida por la empresa Aventura Plaza en el año 2011. Sin embargo las empresas que

menores costos financieros han obtenido en los últimos 10 años son aquellas que optaron por emitir valores a tasas de interés basadas en la Tasa Libor, ya que a raíz de la crisis financiera internacional, estas fueron disminuyendo hasta bordear el 0,03%, pagando principalmente el factor fijo, siendo el menor registrado de 0,85%.

Tabla N° 29
Activos Titulizados entre los años 2005-2014

ACTIVOS SUBYACENTES	NÚMERO
Cuentas por Cobrar	16
Flujos Futuros	28
Productos Derivados	10
Activos Financieros	2
Créditos Hipotecarios	5

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las autoras

Por último, y luego de analizar los datos históricos de las colocaciones de Bonos de titulización podemos concluir que el activo subyacente más utilizado por las empresas en sus operaciones de titulización fueron los flujos futuros, representando un 46% del total de colocaciones efectuadas en el periodo de estudio, dentro de los cuales figuran los flujos de ventas futuras, peajes, derechos de cobro y cuotas futuras; en segundo lugar se encuentran las cuentas por cobrar, representando el 26% del total de colocaciones. Finalmente y en menor medida tenemos a los productos derivados⁸ (6%), como las notas crediticias (Credit Linked Notes -CLN) y opciones; a los activos financieros (3%) como los créditos hipotecarios y las concesiones otorgadas por el estado a empresas privadas (8%).

⁸ Los productos derivados son instrumentos financieros cuyo valor deriva de la evolución de los precios de otros activos denominados activos subyacentes.

Lamentablemente el Mercado de Valores Peruano no muestra el mismo desarrollo que el obtenido por otros países Latinoamericanos, a pesar de los esfuerzos de las entidades supervisoras por consolidar este mercado como una alternativa de financiamiento e inversión en la economía peruana, sólo se han incorporado, en la última década, 5 nuevos emisores por año. A pesar de ello creemos en el potencial crecimiento de este mercado en los próximos años, reflejado en el exceso de demanda proveniente principalmente de Inversionistas Institucionales.



CAPÍTULO II

OPORTUNIDAD DE FINANCIAMIENTO

En el presente capítulo se brindará la información necesaria para determinar si la Titulización de Activos podría representar una Oportunidad de Financiamiento para las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa. Para lograr este objetivo se presentarán los resultados de la encuesta realizada a 35 grandes empresas Arequipeñas, cuyo resultado nos servirá para conocer los aspectos relacionados al financiamiento de sus operaciones. Así mismo se realizará una comparación de las tasas de interés obtenidas por los Bonos de Titulización en los últimos 10 años con las tasas de interés que la mayoría de grandes empresas paga por sus créditos bancarios, y posteriormente con la tasa de interés activa en Moneda Nacional y Extranjera que brinda el Sistema Bancario. De esta manera buscamos demostrar que la Titulización de Activos representa una mejor opción que el Sistema Bancario.

Por otro lado y con el objetivo de determinar si la Titulización de Activos también representa una oportunidad de financiamiento dentro del Mercado de Valores se compararán las tasas de interés obtenidas por los Bonos Corporativos, que como vimos en el Capítulo 1 son el tipo de bonos que posee características similares y la mayor preferencia por las empresas emisoras. Y con la finalidad de complementar los resultados anteriores se realizará una estimación aproximada de la Tasa Efectiva Anual de Financiamiento de una emisión de Bonos de Titulización en el Mercado de Valores local.

Finalmente se estudiará la demanda actual y la demanda potencial de este instrumento financiero a través del análisis del Portafolio administrado por los Inversionistas Institucionales.

2.1. DEFINICIÓN DE TÉRMINOS Y CONCEPTOS

Para una mejor comprensión de los datos presentados en este capítulo creemos conveniente definir ciertos Términos, Conceptos y Marco Referencial.

2.1.1. Fondo Mutuo de Inversión en Valores

Patrimonio integrado por aportes de personas naturales y jurídicas con el objeto de invertirlos en valores de oferta pública bajo la gestión de una sociedad administradora que tiene esa finalidad. La inversión de estos fondos corre por cuenta y riesgo de los participantes o aportantes al fondo. (BCRP, s.f.)

2.1.2. Inversionista Institucional

“Institución que dispone de recursos mantenidos con cierta estabilidad, destinados a la reserva de riesgos o a la renta patrimonial y que invierte estos recursos en el mercado de capitales” (Glosario de Términos – BVL s.f.)

El Reglamento del Mercado de inversionistas Institucionales considera como inversionista institucional a las siguientes personas:

1. Los bancos, financieras, compañías de seguros y demás empresas señaladas por el artículo 16 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N° 26702 y sus normas modificatorias; los agentes de intermediación; las administradoras privadas de fondos de pensiones; las sociedades administradoras de fondos de inversión; las sociedades administradoras de fondos mutuos y las sociedades titulizadoras.

2. Las entidades del exterior que desarrollen actividades similares a las señaladas en el numeral 1 y/o los Qualified Institutional Buyer⁹ a las que se refiere la Regla 144A de la U. S. Securities Act of 1933.
3. Las Entidades Prestadoras de Salud a las que se refiere la Ley de Modernización de la Seguridad Social en Salud, Ley N° 26790, la Oficina de Normalización Previsional – ONP y el Seguro Social de Salud – Essalud.
4. Las personas jurídicas de derecho privado o de derecho público que tengan como una de sus actividades, de acuerdo con las disposiciones legales o convencionales que las rigen, la inversión en valores. En el caso de personas jurídicas no estatales, será exigible que cuenten con un portafolio de inversiones en valores igual o superior a un millón de Nuevos Soles (S/. 1,000, 000,00).
5. Los fondos y patrimonios autónomos administrados por las personas señaladas en los numerales anteriores, siempre que la decisión de inversión sea responsabilidad de ellas y que el patrimonio neto individual del fondo o patrimonio sea igual o superior a cuatrocientos mil Nuevos Soles (S/. 400 000,00).
6. Personas naturales que cuentan con un patrimonio superior a dos millones de Nuevos Soles (S/. 2,000, 000,00), y un portafolio de inversiones en valores igual o superior a un millón de Nuevos Soles (S/. 1,000, 000,00).

2.1.3. Tasa de Interés

Es el precio que se paga por usar el dinero de otros. En concreto, cuando nos prestan dinero (sea una persona o una empresa), tenemos que pagarle un precio por

⁹ Compradores Institucionales Calificados.

disponer de su dinero. De igual manera, cuando nosotros depositamos nuestro dinero en un banco, éste nos paga un interés. (ASBANC s.f.)

2.1.4. Tasa de interés activa en moneda nacional (TAMN)

Es la tasa de interés promedio de mercado del saldo de créditos vigentes otorgados por las empresas bancarias en moneda nacional. Esta tasa resulta de agregar operaciones pactadas con clientes de distinto riesgo crediticio y que han sido desembolsadas en distintas fechas

Las tasas de interés activas promedio de mercado (TA) por moneda son calculadas diariamente utilizando la información de los ocho bancos con mayor saldo en la suma de ciertas operaciones. El cálculo se realiza primero para cada banco promediando en forma geométrica las tasas activas sobre saldos de las operaciones consideradas; luego, las tasas resultantes se ponderan geoméricamente por el saldo total de dichas operaciones en los ocho bancos considerados en el cálculo. Esta tasa es expresada en términos efectivos anuales (SBS s.f.)

2.1.5. Tasa de interés activa en moneda extranjera (TAMEX)

Es la tasa de interés promedio de mercado del saldo de créditos vigentes otorgados por las empresas bancarias en moneda extranjera. Esta tasa resulta de agregar operaciones pactadas con clientes de distinto riesgo crediticio y que han sido desembolsadas en distintas fechas.

La TAMEX se calcula diariamente considerando el promedio ponderado geométrico de las tasas promedio sobre los saldos en moneda extranjera de sobregiros en cuenta corriente, avances en cuenta corriente, tarjetas de crédito, descuentos y préstamos y

préstamos hipotecarios. Se utiliza información de los ocho bancos con mayor saldo de créditos en moneda extranjera. Esta tasa es expresada en términos efectivos anuales (Glosario de Términos Económicos – BCRP s.f.)

2.2. PRESENTACIÓN DE RESULTADOS DE ENCUESTA A GRANDES

EMPRESAS AREQUIPEÑAS

2.2.1. Objetivo de la Encuesta

Tal como se mencionó anteriormente, el objetivo de este capítulo es determinar si la Titulización de activos representa una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas arequipeñas, para lo cual se realizó encuestas con el objetivo de recabar información relacionada a las fuentes de financiamiento que estas utilizan, tales como: la tasa de interés que obtienen del Sistema Bancario; su opinión sobre el Mercado de Valores, así como su conocimiento sobre la Titulización de Activos y su interés en utilizarla en un futuro, obteniendo así datos reales para poder llevar a cabo la comparación con las tasa de interés activa en moneda nacional brindada por el Sistema Bancario; demostrando así la Oportunidad de Financiamiento que puede brindar este instrumento a las grandes empresas Arequipeñas.

El Universo de grandes empresas Arequipeñas, fue obtenido a través del Reporte de Principales Contribuyentes del 2015, otorgado por la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT), a partir de ella se obtuvo el universo de **71** grandes empresas, luego de clasificarlas según el número de trabajadores. Clasificación que se muestra en la siguiente tabla:

Tabla N° 30
Tamaño de la empresa según N° de trabajadores y Ventas anuales

Clasificación de la empresa	N° de empleados	Ventas anuales (en soles)
Micro empresa	1 a 10	Hasta S/. 400, 000
Pequeña empresa	11 a 100	S/. 400, 000 a S/: 6.2 millones
Mediana empresa	101 a 250	S/: 6.2 millones a S/. 70 millones
Gran empresa	251 a más	Más de S/. 70,000

Fuente: INEI; SUNAT; Top 10 000

Elaboración: De las autoras

Gracias a la clasificación se pudo detallar en la siguiente tabla a que sectores productivos pertenecen las principales grandes empresas de la ciudad de Arequipa.

Tabla N° 31
Clasificación de grandes empresas arequipeñas por sectores

SECTOR	N° DE EMPRESAS
Agroindustria	4
Alimentos	1
Automotriz/autopartes	1
Celulosa/Papel	1
Cementos	1
Comercio	7
Construcción	6
Educación	3
Electrónica	1
Energía Eléctrica	1
Ind. Manufacturera	2
Maquinaria/Equipos	1
Mensajería	1
Minería	4
Químico/Farmacéutico	1
Salud	3
Servicios Básicos	1
Servicios Financieros	5
Servicios Generales	12
Siderurgia/Metalurgia	1
Telecomunicaciones	1
Textil	6
Transporte	7
TOTAL DE EMPRESAS	71

Fuente: Superintendencia de Adunas y Administración Tributaria

Elaboración: De las autoras

A partir de la tabla anterior podemos determinar que la mayor cantidad de grandes empresas arequipeñas pertenecen principalmente a los siguientes sectores: Servicios Generales, Comercio, Transporte, Construcción, Textil y Servicios Financieros.

Posteriormente y luego de visitar a la mayoría de las grandes empresas antes mencionadas, se determinó cuántas de ellas cumplían con los requisitos necesarios no solo para Titulizar sino para ingresar al Mercado de Valores, ya sea por la magnitud de sus operaciones o por la autonomía al momento de tomar decisiones financieras, es decir si eran empresas con la gerencia general en la ciudad o si eran sucursales de empresas ubicadas en Lima. Dicho proceso nos permitió determinar una población de 40 empresas, a partir de las cuales se pudo determinar la muestra.

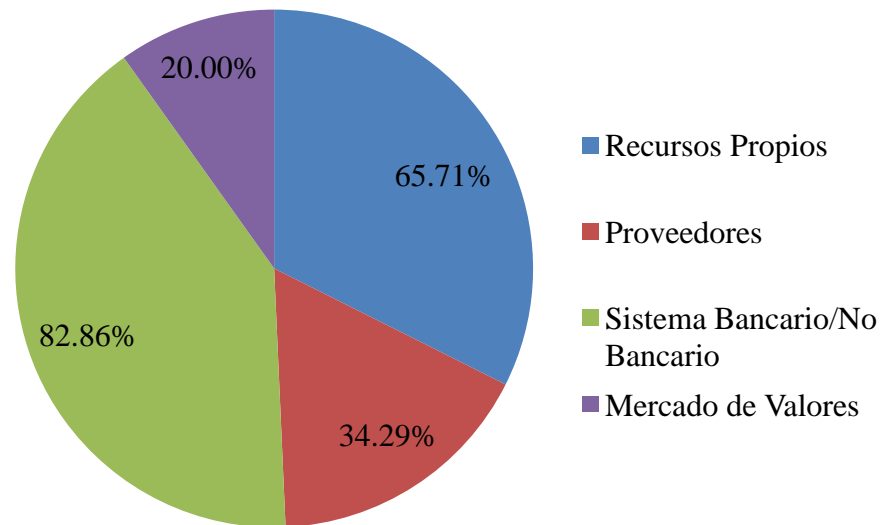
Finalmente se llevó a cabo la encuesta a 35 Grandes Empresas de la Ciudad de Arequipa, cuya lista se encuentra en el Anexo N° 4 y los resultados serán presentados a continuación, para así demostrar que puede existir una “Oportunidad de Financiamiento” para las Grandes Empresas de la Ciudad de Arequipa, así como para demostrar la hipótesis de esta investigación.

2.2.2. Análisis de Resultados

2.2.2.1. Fuente de financiamiento

Se realizaron dos preguntas relacionadas a las fuentes de financiamiento más utilizadas en nuestro país, con la finalidad de conocer cuál de ellas es la más utilizada por las empresas Arequipeñas, así como, conocer sus razones que los impulsan a escoger una por encima de otra.

Gráfico N° 8
¿Cuál es la fuente de financiamiento que utiliza en su empresa?

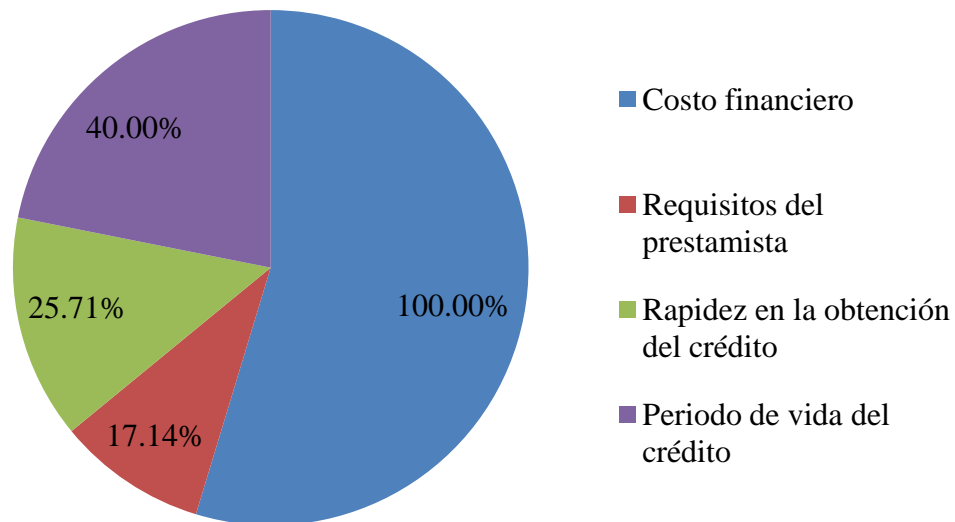


Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

La primera pregunta, reflejada en el Gráfico N° 8, muestra que la principal fuente de financiamiento utilizada por las grandes empresas en Arequipa es el Sistema Bancario/No Bancario, representando el 82,86% del total de encuestas, seguido por el uso de Recursos Propios con un 65,71% del total de respuestas y créditos provenientes de Proveedores con un 34,29%.

En cuanto a las empresas que respondieron que utilizan el Mercado de Valores, hemos determinado gracias a la información brindada por la Bolsa de Valores de Lima (BVL) que actualmente son 7 las grandes empresas Arequipeñas que listan en Bolsa y realizan emisiones de títulos valores, representando el 20% del total de encuestados.

Gráfico N° 9
¿Qué toma en cuenta al momento de escoger una fuente de financiamiento?



Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

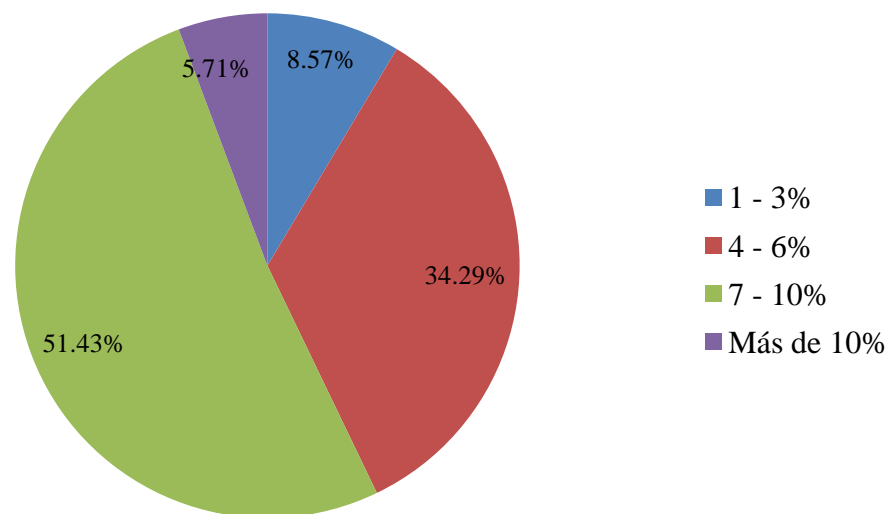
La siguiente pregunta de nuestra encuesta (Gráfico N° 9) buscó determinar qué factores son más importantes para las empresas Arequipeñas al momento de optar por una fuente de financiamiento. Para el total de encuestados el factor más importante es el Costo Financiero, seguido del Periodo de vida del crédito, el cual representó el 40% del total de encuestados. Siendo los de menor importancia la Rapidez en la obtención del crédito (25,71%) y los Requisitos del prestamista (17,14%).

Este resultado es importante para nuestra investigación, ya que certifica el correcto uso del costo financiero o tasa de interés para demostrar la variable “Oportunidad de Financiamiento”.

2.2.2.2. *Tasa de interés y Plazo de tiempo*

La finalidad de conocer la Tasa de Interés promedio fue obtener el costo financiero real que pagan las grandes empresas por sus créditos bancarios; con la finalidad de compararlos primeramente con las tasas de interés obtenidas en las colocaciones de Bonos de Titulización en el Mercado de Valores y posteriormente con la Tasa de Interés Activa Nacional (TAMN) otorgada por el Sistema Bancario. Dicho análisis se desarrollará más adelante en el presente capítulo.

Gráfico N° 10
¿Cuál es el promedio de la Tasa de Interés que paga por sus créditos obtenidos?



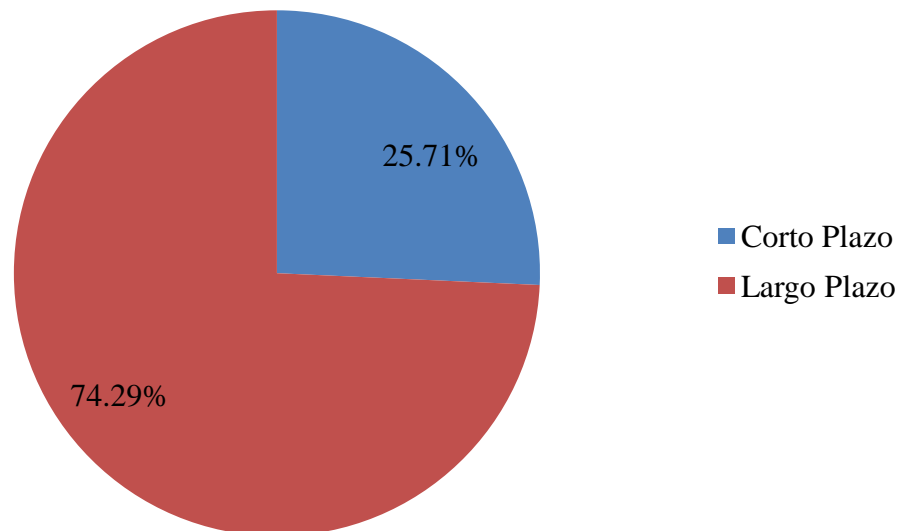
Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

Los resultados de la primera pregunta relacionada a la tasa de interés, tal como se observa en el Gráfico N° 10, nos permiten apreciar que el 51,43% de empresas encuestadas pagan una tasa de interés en promedio de 7% a 10% por sus créditos bancarios, mientras que son 12 empresas las que pagan en promedio de 4% a 6%, representando un 34,29% del total de encuestados.

Dentro de las empresas que pagan una tasa de interés entre 1% y 3%, las cuales representan el 8,57%, tenemos el caso de Sedapar la cual, por ser una empresa estatal, obtiene un bajo costo de financiamiento gracias al FONAFE (Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado).

Por otro lado, las dos empresas que respondieron que pagan una tasa de interés igual o mayor a 10% explicaron que esto se debe a que prefieren realizar sus operaciones en efectivo y no a través del sistema bancario, solo solicitando créditos de forma esporádica, lo que provoca que no sean consideradas como clientes potenciales y no tengan un alto poder de negociación con el Sistema Bancario.

Gráfico N° 11
¿Cuál es el plazo de tiempo de los créditos solicitados hasta el momento?



Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

Continuando con nuestro análisis, el Gráfico N° 11 demuestra que el plazo de tiempo más utilizado por las grandes empresas arequipeñas al momento de obtener

un crédito del sistema bancario es el Largo Plazo, representando el 74,29% del total de encuestados.

Para realizar un análisis más profundo se unieron las dos preguntas antes mencionadas, cuyo resultado está reflejado en la siguiente tabla. En esta observamos que las empresas que obtienen tasas de interés menor a 3% o mayores a 10% obtienen créditos bancarios únicamente a largo plazo, así mismo el 61% de empresas que respondieron obtener financiamiento a una tasa de interés entre el 7 a 10% prefieren obtener créditos largo plazo, situación similar se observa en aquellas empresas que pagan una tasa de 4% a 6%. Por lo que asumimos que al momento de obtener financiamiento a corto plazo la mayoría de ellas recurren a sus Proveedores y/o utilizan recursos propios.

Tabla N° 32
Promedio de tasa de interés pagada por los créditos a Largo Plazo

		¿Cuál es el plazo de tiempo de los créditos solicitados hasta el momento?		
		Corto Plazo	Largo Plazo	Total
¿Cuál es el promedio de la Tasa de Interés que paga por sus créditos obtenidos?	1 - 3%	0	3	3
	4 - 6%	2	10	12
	7 - 10%	7	11	18
	Más de 10%	0	2	2
	Total	9	26	35

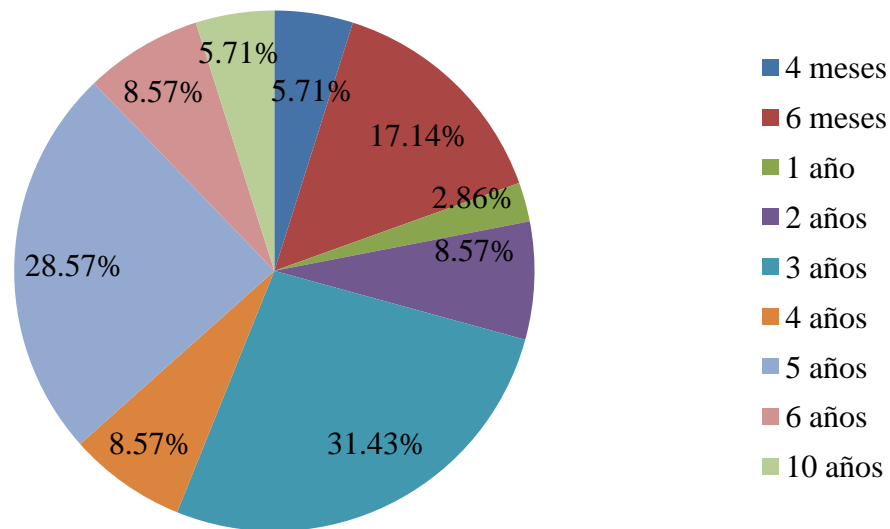
Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

A su vez observamos que las empresas encuestadas que obtienen tasas de interés entre el 4% y 6% son actualmente consideradas como Corporativas o ya han ingresado el Mercado de Valores, por lo tanto tienen un tamaño de operación aún mayor que las empresas que obtiene financiamiento de 7% a 10%, entre los principales representantes de este grupo tenemos a la Corporación Aceros Arequipa, la cual según el Ranking Top 10 000 del año 2012, tuvo ventas anuales por 1, 400

millones de nuevos soles y a la empresa Yura la cual tuvo ventas anuales por 457 millones de soles en el mismo año.

Por otro lado, dentro de las 3 empresas que pagan una tasa de interés entre 1% y 3%, encontramos a la Sociedad Minera Cerro Verde, la cual tiene la mayor cantidad de ventas anuales dentro del grupo de empresas encuestadas (S/.3, 900 millones), y obtiene financiamiento a través de préstamos sindicados, los cuales presentan la ventaja de no requerir garantías, razón por la cual la tasa de interés pagada es tan baja. Y por último tenemos a la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Arequipa, la cual alega que la mayor cantidad de sus recursos provienen de los ahorristas, por lo que su costo financiero sería la Tasa Pasiva que paga al público, la cual oscila en un 3%.

Gráfico N° 12
¿Cuál es el tiempo promedio de los créditos solicitados hasta el momento?



Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

Como último punto dentro de nuestro análisis de la tasa de interés y plazos de tiempos, podemos apreciar en la Tabla N°33, que los plazos promedio más utilizados por las grandes empresas al solicitar préstamos de Largo Plazo son de 3 años, representando el 20% del total de encuestas, y 5 años representando el 22,86%. Dentro de los créditos obtenidos a Corto Plazo vemos que el plazo promedio más utilizado es a 6 meses, representando el 17,14% del total de encuestados.

Tabla N° 33
Promedio de tiempos de los créditos solicitados según la tasa de Interés

		¿Cuál es el plazo de tiempo promedio de los créditos solicitados hasta el momento?									
		1 año	10 años	2 años	3 años	4 años	4 meses	5 años	6 años	6 meses	Total
¿Cuál es el promedio de la Tasa de Interés que paga por sus créditos obtenidos?	1 - 3%	0	0	2	0	0	0	1	0	0	3
	4 - 6%	0	1	0	2	1	0	6	0	2	12
	7 - 10%	1	1	1	3	2	2	1	3	4	18
	Más de 10%	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2
	Total	1	2	3	7	3	2	8	3	6	35

Fuente: Encuesta

Elaboración: De las autoras

Por otro lado si relacionamos los plazos de tiempo promedio expuestos en el Grafico N° 12 con los datos obtenidos respecto a la tasa de interés vemos que dentro de las empresas que obtienen financiamiento a un plazo promedio de 3 años, es mayor la cantidad de empresas que pagan una tasa de interés de 7 a 10%, situación que se repite con las empresas que obtienen financiamiento a corto plazo (6 meses). Sin embargo dentro de las empresas que tienen créditos a un plazo promedio de 5 años, la mayoría de ellas (6 empresas) pagan una tasa de interés entre 4% a 6%.

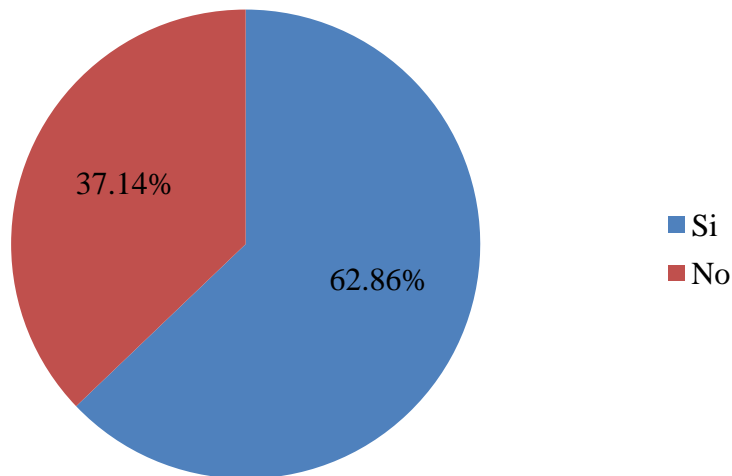
2.2.2.3. Mercado de Valores

La finalidad de conocer el interés de las grandes empresas arequipeñas por obtener financiamiento a través del Mercado de Valores fue determinar la cantidad de ellas que están dispuestas a llevar a cabo los cambios estructurales necesarios para poder ingresar a este mercado, así como la cantidad de ellas que ya consideran al

Mercado de Valores como una oportunidad de Financiamiento. A su vez estos datos nos servirán de premisa para conocer su predisposición a utilizar la Titulización de Activos.

Sin embargo el objetivo más importante es conocer las razones por las que no están interesadas en utilizar esta fuente de financiamiento y/o por qué no lo han hecho hasta el momento. Este dato nos ayudará a formular las recomendaciones finales de esta investigación ya que como muestran los datos a continuación es necesario realizar cambios por parte de los agentes participantes y entidades supervisoras, para así incentivar el ingreso de una mayor cantidad de grandes empresas arequipeñas al Mercado de Valores.

Gráfico N° 13
¿Estaría Ud. Interesado en obtener financiamiento a través del Mercado de Valores?



Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

De acuerdo a la quinta pregunta en nuestra encuesta, la cual está reflejada en el Gráfico N° 13, la cantidad de empresas que Sí accederían al Mercado de Valores

representan el 62,86% del total de empresas encuestadas, incluyendo a las 7 empresas que actualmente obtienen financiamiento a través de este mercado.

Es necesario acotar que excluyendo a las empresas que ya emiten valores mobiliarios en la BVL, la mayoría de empresas que respondieron que Si sería una opción, consideran que es necesario llevar a cabo previamente una reestructuración interna.

Por otro lado observamos que el 63% de empresas que respondieron que el costo financiero era el factor más importante al momento de obtener financiamiento, respondieron que Si utilizarían el Mercado de Valores, demostrando así que muchas de ellas consideran que emitir valores en el Mercado de Valores podría brindarles tasas de interés iguales o menores que las que actualmente pagan al sistema bancario.

Tabla N° 34
Cantidad de empresas que entrarían al Mercado de Valores según la tasa de interés pagada

		¿Estaría Ud. interesado en obtener financiamiento a través del Mercado de Valores?		
		Si	No	Total
¿Cuál es el promedio de la Tasa de Interés que paga por sus créditos obtenidos?	1 - 3%	2	1	3
	4 - 6%	8	4	12
	7 - 10%	12	6	18
	Más de 10%	0	2	2
	Total	22	13	35

Fuente: Encuesta

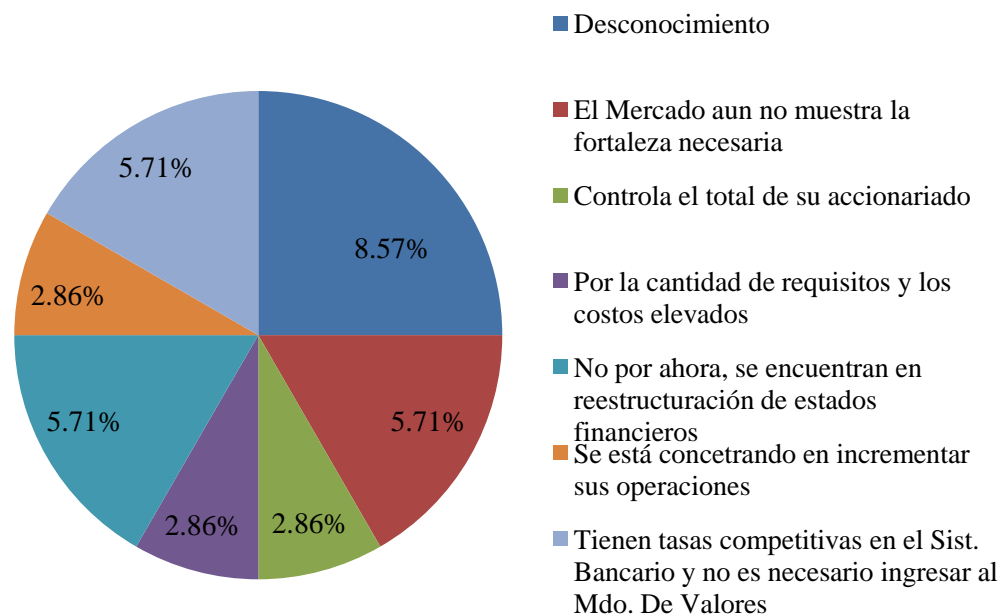
Elaboración: De las autoras

Para ayudarnos a entender las razones por las que una empresa arequipeña obtendría financiamiento a través del mercado de valores, hemos relacionado los resultados de la pregunta sobre Tasa de interés con la pregunta anterior en la Tabla N° 34, corroborando que el factor más importante para la toma de decisiones sobre el financiamiento de sus operaciones es el costo de financiamiento, ya que la mayor

parte de empresas que respondieron que sí ingresarían al Mercado de Valores pagan una tasa de interés entre 7% y 10%.

Ahora bien, los resultados de la encuesta también nos permitieron conocer las razones por las que el 37,64% de empresas respondió que no estaban interesadas en ingresar a este Mercado.

Gráfico N° 14
¿Por qué no estaría interesado en ingresar al Mercado de Valores?



Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

Tal como muestra el Gráfico N° 14, en su mayoría la razón de este desinterés sería el desconocimiento de los requisitos (8,57%), seguido de tres razones que representan el 5,71% cada una, siendo estas: que el Mercado aún no muestra la fortaleza necesaria; por qué por ahora se encuentran en proceso de reestructuración y por último, que el sistema bancario les ofrece una tasa competitiva, por lo que no habría necesidad de ingresar al Mercado de Valores, dentro de la cual se encuentra la empresa Inca Tops, la cual paga una tasa de interés entre 4% y 6%.

Por último, las dos razones que representan el 2,86% cada una son: La cantidad de requisitos y los costos elevados que implican una emisión de valores en el Mercado de Valores local y; que se encuentran enfocados en incrementar sus operaciones antes de considerar al Mercado de Valores como una opción de financiamiento.

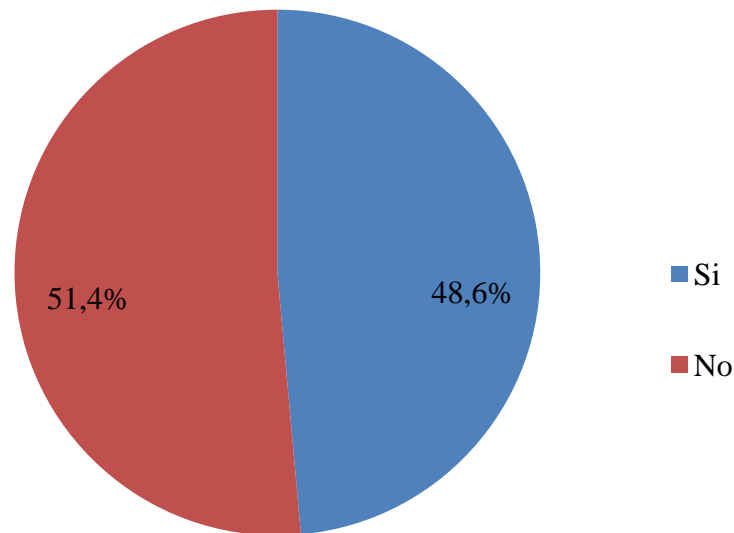
Una de las razones que nos gustaría acotar pero que no se encuentra en la presente tabla debido a que la empresa respondió que Sí le gustaría ingresar en el futuro, fue que por el momento no ingresaba al Mercado de Valores, no por los requisitos o costos, sino porque ingresar implica una transparencia de información, caso que no realiza su competencia, por lo que el hecho que ellos ingresen al Mercado le brindaría información confidencial.

2.2.2.4. Titulización de Activos

Por último se realizaron dos preguntas relacionadas a la Titulización de activos, cuya finalidad es demostrar la hipótesis de esta investigación, ya que dependiendo de los resultados que arrojen estas preguntas se podrá determinar si las grandes empresas Arequipeñas conocen y/o considerarían a la Titulización de Activos como una oportunidad de financiamiento.

Cabe destacar que el desarrollo de la encuesta nos sirvió para difundir qué es la Titulización de activos y sus beneficios entre las personas encuestadas que no conocían este instrumento, esperando que lo tomen en cuenta en un futuro al momento de tomar una decisión relacionada al financiamiento de sus empresas.

Gráfico N° 15
¿Conoce Ud. Lo que es la Titulización de Activos?

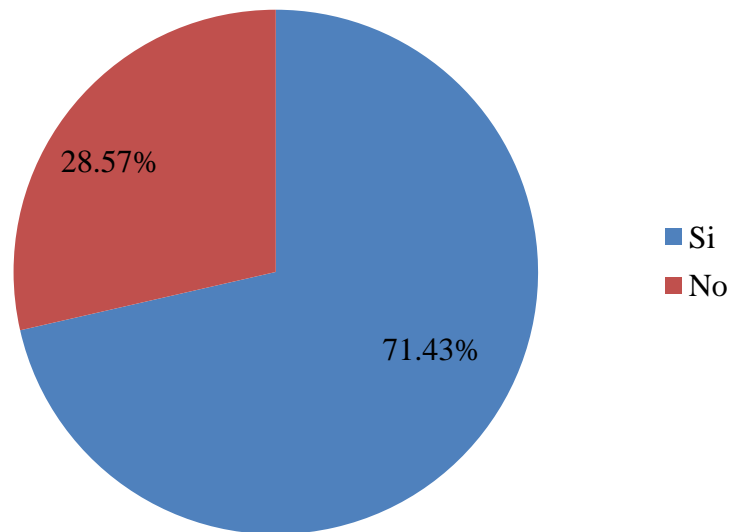


Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

Tal como se observa en el Gráfico N° 15, el 51,4% de empresas encuestadas no conoce lo que es la Titulización de Activos, mientras que el 48,6% respondió que si conocía o había escuchado sobre este instrumento financiero, dentro de este monto se encuentran las empresas que ya listan en Bolsa, de las cuales hemos asumido que ya conocen este instrumento al tener la mayor de sus operaciones en Lima, así como un Gerente Financiero que posee toda la información referente a los tipos de valores mobiliarios que pueden ser emitidos en el Mercado de Valores local.

El siguiente gráfico muestra la proporción de empresas que respondieron que No conocían este instrumento, pero respondieron positivamente luego de la explicación brindada por las autoras, así como a las empresas que ya conocían este instrumento y que estarían interesadas en utilizarlo como instrumento de financiamiento en un futuro.

Gráfico N° 16
¿Estaría Ud. Interesado en obtener financiamiento a través de este instrumento?



Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

De esta manera, el Gráfico N° 16 nos muestra que del total de encuestados, el 71,43% de ellos respondieron que Si obtendrían financiamiento a través de la Titulización de Activos. Este resultado nos permite demostrar que las empresas Arequipeñas sí consideran a la Titulización de Activos como una nueva opción al momento de escoger un instrumento financiero. A pesar de que muchas de ellas no poseen un conocimiento profundo sobre el tema, muestran una predisposición a aprovechar las oportunidades que esta les puede brindar.

A continuación procederemos a analizar de una manera más profunda las razones por las que las empresas respondieron que no utilizarían la Titulización de Activos, así como aquellas empresas que como se muestra en la Tabla N° 32, respondieron que no ingresarían al Mercado de Valores por el momento pero si consideran a la Titulización de Activos como un nuevo medio para obtener financiamiento.

Tabla N° 35
Cantidad de empresas interesadas en ingresar al Mercado de Valores y utilizar la Titulización de Activos

		¿Estaría Ud. interesado en obtener financiamiento a través del Mercado de Valores?		
		Si	No	Total
Tomando en cuenta la información brindada, ¿Estaría Ud. interesado en obtener financiamiento a través de este instrumento?	Si	18	7	25
	No	4	6	10
	Total	22	13	35

Fuente: Encuesta

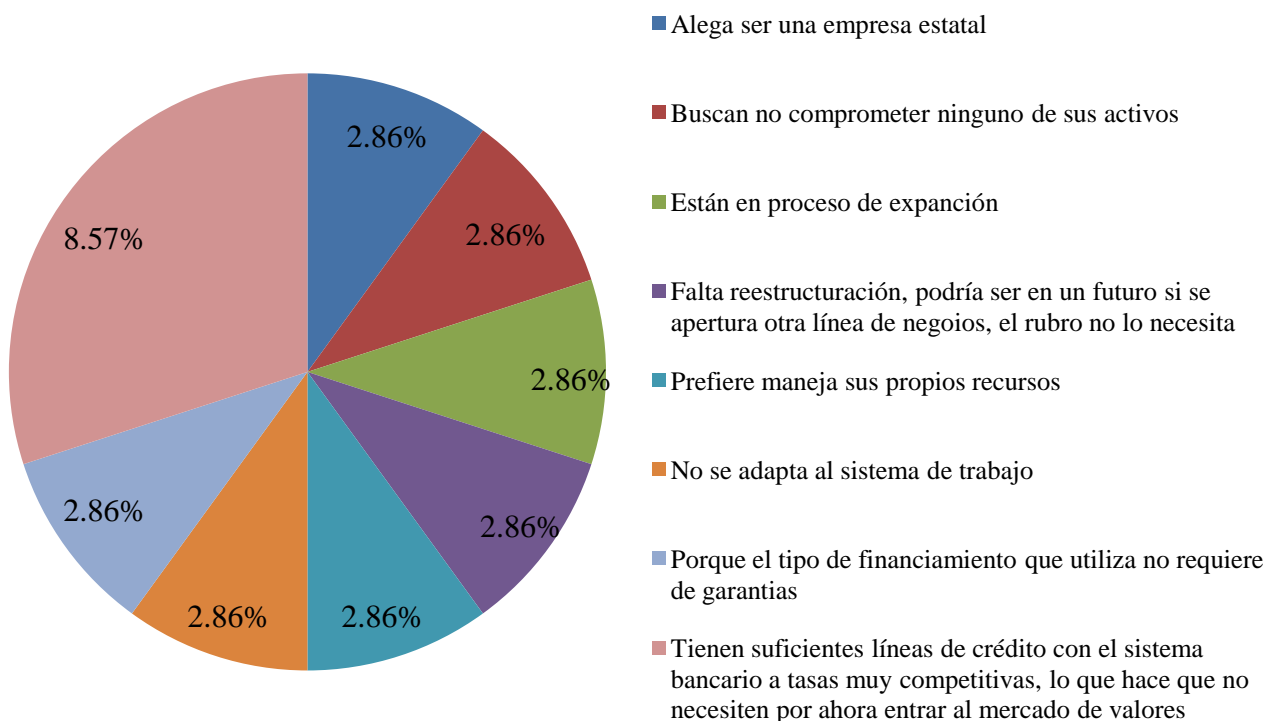
Elaboración: De las autoras

De esta manera observamos en la Tabla N° 35 que del total de empresas que respondieron que estarían interesadas en obtener financiamiento a través del Mercado de Valores son 18 las que utilizarían la Titulización de Activos como medio para ello. Dentro de este grupo tenemos también a las empresas que respondieron que no utilizarían este instrumento, cuyas razones se ven reflejadas en el Gráfico N° 17 y son las siguientes: La empresa busca no comprometer ninguno de sus activos al momento de obtener financiamiento; opinan que el rubro en el que se encuentran no necesita este tipo de instrumento; prefieren manejar sus propios recursos y por último, que no se adapta a su sistema de trabajo.

Por otro lado podemos ver que del total de empresas que respondieron que no obtendrían financiamiento a través del Mercado de Valores, son 7 las empresas que Sí utilizarían la Titulización de Activos como instrumento financiero. Aunque esta respuesta puede ser ambigua, se explica por la situación actual de algunas de estas empresas, las cuales consideran que la tasa de interés que les brinda el Sistema Bancario es suficiente para ellas, sin embargo esta situación es por el momento ya que en caso esta cambie, el Mercado de Valores y específicamente la Titulización de Activos se convertirían en una opción de financiamiento.

Entre las otras razones que brindaron los encuestados, de porque no estarían interesados en utilizar la Titulización tenemos la respuesta de la empresa Sedapar, la cual considera que las empresas estatales no pueden utilizar como fuente de financiamiento al Mercado de Valores y por lo tanto tampoco emitir Bonos de Titulización, sin embargo la empresa que brinda el servicio de agua potable y alcantarillado en Lima, Sedapar, sí lo hace, lo que refleja su desconocimiento sobre el tema.

Gráfico N° 17
¿Por qué no estaría interesado en utilizar la Titulización de Activos?



Fuente: Encuesta
Elaboración: De las autoras

Tabla N° 36
Cantidad de empresas interesadas en utilizar la Titulización de Activos según la
tasa promedio que pagan por sus créditos

		¿Estaría Ud. interesado en obtener financiamiento a través de este instrumento?		
		Si	No	Total
¿Cuál es el promedio de la Tasa de Interés que paga por sus créditos obtenidos?	1 - 3%	1	2	3
	4 - 6%	8	4	12
	7 - 10%	14	4	18
	Más de 10%	2	0	2
	Total	25	10	35

Fuente: Encuesta

Elaboración: De las autoras

Por último la Tabla N° 36 demuestra que la mayor cantidad de empresas que Si estarían interesadas en utilizar la Titulización de Activos son las que pagan tasas de interés entre 7% y 10% en el Sistema Bancario, así como las que pagan una tasa de interés entre el 4% y 6% aunque en menor medida. A pesar de obtener un costo de financiamiento sumamente bajo, la única empresa que respondió que si utilizaría la Titulización de Activos fue la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Arequipa, ya que su Gerente Financiero considera a la Titulización de activos hipotecarios un instrumento importante para el sistema bancario y no bancario y que su uso aumentaría en los próximos años.

2.2.2.5. Conclusiones

Luego de haber presentado los resultados de la encuesta realizada a 35 grandes empresas de la Ciudad de Arequipa, podemos concluir que la totalidad de ellas considera al Costo Financiero como el principal factor al momento de escoger una fuente de financiamiento. También concluimos que las empresas Arequipeñas si

ven al Mercado de Valores como una opción en el futuro al momento de buscar una fuente de financiamiento, sin embargo consideran que es necesario llevar a cabo una reestructuración de sus empresas para poder cumplir con los requisitos y obligaciones, así como una disminución de los costos, de tal manera que la emisión de valores pueda ser considerada como una mejor opción que solicitar créditos del Sistema Bancario.

Por último podemos desprender del análisis que las empresas que pagan una tasa de interés entre 7% y 10% serían las más interesadas en obtener financiamiento a través del Mercado de Valores, así como de utilizar la Titulización de activos, lo que nos sirve de preámbulo para desarrollar los indicadores faltantes de la variable “Oportunidad de Financiamiento”, los cuales se estudiarán a continuación.

2.3. BONOS DE TITULIZACIÓN VS. SISTEMA BANCARIO

Antes de proceder con la comparación de las Tasas de Interés que pagaron las grandes empresas al emitir Bonos de Titulización y aquellas obtenidas al solicitar créditos del Sistema Bancario es necesario explicar que la fórmula usada para determinar la Tasa de Colocación Promedio de los Bonos de Titulización ha sido adaptada de tal manera que sea similar a la utilizada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS) en el cálculo de la Tasa Activa en Moneda Nacional (TAMN) y la Tasa Activa en Moneda Extranjera (TAMEX), buscando efectuar la comparación de ambas tasas de manera congruente.

La fórmula desarrollada es la siguiente:

$$\left(1 + \frac{TCP}{100}\right) = \left(\prod_i \left(1 + \frac{T_i}{100}\right)^{\frac{P_i}{\sum P_i}}\right)$$

Dónde:

TPC: Tasa de Colocación Promedio

i: Cada Colocación efectuada en el año

Ti: Tasa de colocación

Pi: Monto Colocado

Luego de haber explicado la metodología utilizada para desarrollar la Tasa de Colocación promedio de los Bonos de Titulización se procederá a compararlo con el rango de tasas de interés que obtuvo la mayor cantidad de respuestas de las grandes empresas encuestadas, así como con la Tasa Activa en Moneda Nacional (TAMN), la cual es un promedio de las tasas brindadas por el Sistema Bancario.

2.3.1. Bonos de Titulización vs. Resultados de la Encuesta

El siguiente análisis nos permitirá conocer la diferencia entre las tasas de interés obtenidas por los Bonos de Titulización en los últimos 10 años y las tasas de interés que en promedio pagan actualmente las grandes empresas arequipeñas, para ello se calculó las Tasas de Colocación Promedio de los bonos de titulización, presentadas en la Tabla N° 37.

Por otro lado en la tabla observaremos que los valores que se encuentran resaltados pertenecen a años donde solo se efectuó una única colocación en las diferentes monedas, por lo tanto la cifra mostrada corresponde a la tasa de colocación de esa emisión, dato

que se tomará en cuenta al momento de comparar esta con las tasas de interés promedio de todo el Sistema Bancario.

Tabla N° 37
Tasa de Colocación Promedio Anual de Bonos de Titulización

AÑOS	MONEDA EXTRANJERA	MONEDA NACIONAL	Var % ME	Var % MN
2005	6,195%	5,547%		
2006	6,491%	6,750%	4,8%	21,7%
2007	6,633%	6,354%	2,2%	-5,9%
2008	-	6,766%	-	6,5%
2009	-	6,491%	-	-4,1%
2010	5,052%	-	-23,8%	-
2011	4,443%	8,031%	-12,1%	23,7%
2012	-	7,813%	-	-2,7%
2013	4,775%	7,375%	7,5%	-5,6%
2014	4,188%	7,125%	-12,3%	-3,4%
2015	5,253%			

1/ Los datos corresponden a la tasa de colocación promedio anual

Fuente: Anuario Estadístico de la SMV

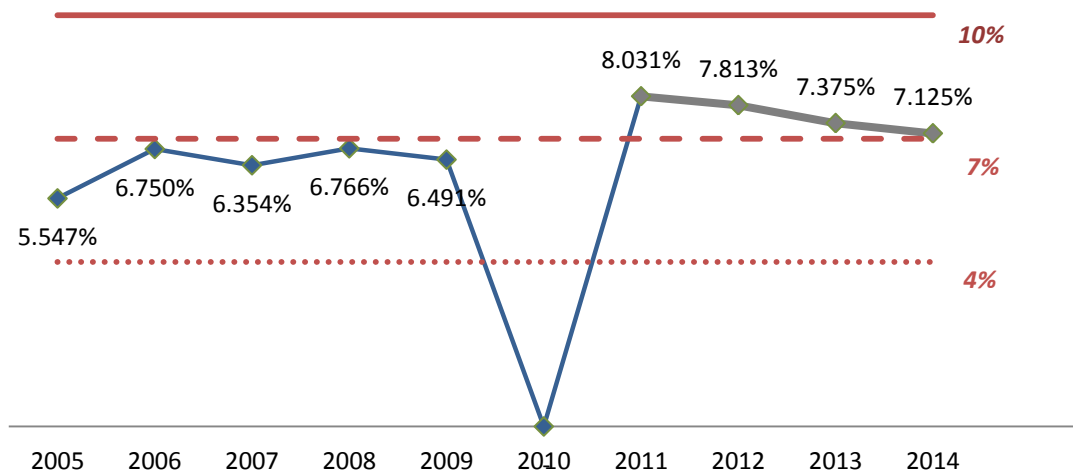
Elaboración: De las autoras

En ella podemos observar que las tasas de colocación promedio de Bonos Titulizados en moneda nacional han oscilado entre el 5% y el 8% en los últimos 10 años, mostrando una tendencia creciente, donde las tasas más altas corresponden a aquellos años donde solo se efectuó una única colocación. Así mismo la variación de estas tasas en el periodo estudiado, tal como se detalló en el Capítulo anterior, pueden ser explicadas por cambios en la situación económico-financiera de nuestro país, el impacto de la crisis financiera internacional en el mercado financiero, así como la percepción de riesgo que tienen los inversionistas sobre los activos y/o las empresas emisoras.

Por otro lado el comportamiento de las tasas de interés obtenidas en las colocaciones de bonos de titulización denominados en moneda extranjera muestra una tendencia

decreciente, oscilando entre el 4% y 6%. De igual manera que las tasas de colocación en moneda nacional, estas también se han visto afectadas por la situación financiera, pudiendo representar una ventaja para el emisor al aprovechar los cambios ocurridos en el tipo de cambio en los últimos años, razón por la cual se observó un mayor número de colocaciones en esta moneda.

Gráfico N°18
Tasas de Colocación Promedio en comparación con Tasa de Interés Promedio pagada por Empresas Arequipeñas



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De las autoras

Ahora bien, si comparamos las tasas de colocación promedio de los bonos de titulización con los rangos establecidos en la encuesta realizada, veremos que en los primeros 5 años estudiados las tasas obtenidas por los bonos de titulización se encuentran dentro del rango de 4% a 6%, mientras que en los últimos 4 años estos se encuentran por encima del 7% formando parte del rango 7% a 10% que fue el que más respuestas obtuvo en la encuesta realizada. Sin embargo como se puede observar en el Gráfico N° 18 la tendencia de estos últimos años es decreciente, por lo que es posible que en un futuro las tasas de colocación

vuelvan a estar dentro del rango de 4% a 6% y constituyan una oportunidad de financiamiento para una mayor cantidad de empresas arequipeñas, incluidas las empresas corporativas de la Ciudad como por ejemplo Yura, que actualmente se considera como una de las más grandes empresas no solo en la Ciudad de Arequipa sino también a nivel nacional. Si decidiera Titulizar sus Activos de más alta calidad, es posible que obtuvieran una tasa de colocación igual o menor que la tasa activa que actualmente paga al Sistema Bancario y podría mejorar el uso de sus activos como colateral, ya que al Titulizar sus activos estos representan la garantía principal.

Finalmente es necesario resaltar que este es el principal resultado para demostrar nuestra hipótesis, es decir para demostrar que la Titulización de Activos puede brindar una Oportunidad de Financiamiento para las grandes empresas Arequipeñas en comparación del Sistema Bancario.

2.3.2. Tasa de colocación promedio Vs. Tasa activa del Sistema Bancario

Con la finalidad de complementar el resultado anterior se desarrolló la Tabla N°38 donde retomamos los datos de la Tabla N° 37 con el propósito de compararlo con las Tasas Activas en Moneda Nacional (TAMN) y la Tasas Activas en Moneda Extranjera (TAMEX) del Sistema Bancario Nacional desde el año 2005 hasta el 2014. De esta manera, al comparar la TAMN con la tasa de colocación promedio de los Bonos de titulización se demostrará si en general la Titulización de Activos es una mejor opción de financiamiento que el Sistema Bancario Nacional.

Antes de proceder con el análisis es necesario acotar que en los 5 primeros años de los datos históricos obtenidos de la TAMN y TAMEX no existía una tasa activa promedio exclusiva de los créditos corporativos o grandes empresas, sino que, tanto esta como la

tasa activa de los créditos a medianas y pequeñas empresas eran reunidas dentro de la “Tasa Activa de Créditos Comerciales”, en consecuencia estos datos no son útiles para llevar a cabo la comparación, por lo que el análisis se efectuará únicamente con los últimos 5 años.

Tabla N° 38
Comparación de la Tasa activa en moneda nacional y extranjera con la tasa de colocación de Bonos de titulización^{1/}

AÑOS	Tasa de Interés del Sistema Bancario				Tasa de Colocación	
	Moneda Nacional		Moneda Extranjera		Moneda Nacional	Moneda Extranjera
	Corporativas	Grandes Empresas	Corporativas	Grandes Empresas		
2005 ^{2/}	7,75%		9,66%		5,547%	6,195%
2006	10,63%		9,51%		6,750%	6,491%
2007	8,00%		8,80%		6,354%	6,633%
2008	8,96%		9,05%		6,766%	-
2009	9,07%		8,12%		6,491%	-
2010	6,16%	7,06%	4,43%	5,74%	-	5,052%
2011	6,44%	7,13%	5,58%	6,18%	8,031%	4,443%
2012	6,42%	7,46%	4,57%	6,83%	7,813%	-
2013	6,07%	7,26%	4,68%	5,92%	7,375%	4,775%
2014	6,53%	7,70%	4,60%	6,19%	7,125%	4,188%

^{1/} Los datos corresponden al último día hábil del año

^{2/} La tasa de interés corresponde al promedio de Créditos Corporativos, Grandes empresas, Medianas y Pequeñas empresas

Fuente: SBS, BCRP, SMV

Elaboración: De las autoras

Como primer punto en nuestro análisis observamos en la Tabla N° 38 que en los últimos 5 años la tasa de interés promedio en moneda nacional otorgada a las empresas corporativas por el Sistema Bancario ha rondado el 6%, mucho menor a la obtenida por los Bonos de titulización, si bien esto no nos ayuda a determinar que la Titulización de Activos es una mejor opción que el Sistema Bancario, sí refleja una de las ventajas de ingresar al Mercado de Valores expuestas en el capítulo anterior, que es el mayor poder de negociación con el Sistema bancario, ya que la mayoría de empresas corporativas¹⁰

¹⁰ Créditos otorgados a personas jurídicas con ventas anuales mayores a S/. 200 millones en los dos últimos años, de acuerdo a los estados financieros anuales auditados más recientes.

utilizan el Mercado de Valores como una fuente de financiamiento, razón por la cual la tasa de interés que pagan es menor a la obtenida por las grandes empresas en general. Incluso si retomamos a los resultados de la encuesta, veremos que la TAMN de créditos corporativos se encuentra dentro del rango que escogió la mayoría de empresas corporativas encuestadas.

Por consiguiente, para demostrar que la Titulización de Activos es una mejor opción que el Sistema Bancario, tomaremos en cuenta a las grandes empresas que aún no son consideradas como Corporativas y que aún no han ingresado al Mercado de Valores. Con esta premisa, al comparar la tasa de colocación promedio de los Bonos de Titulización en moneda nacional con la TAMN otorgada a las grandes empresas observamos que ésta ha sido similar, incluso vemos que en el 2014 la tasa obtenida por Open Plaza S.A. (7,125%) llegó a ser menor que la TAMN de ese año. (7,70%).

Aunque este resultado no muestra que la Titulización de Activos sea una mejor opción de financiamiento para las empresas, creemos necesario resaltar que los datos de la Tasa de colocación promedio corresponden a una única colocación y que en los últimos 5 años estos corresponden a Bonos de Titulización destinados a pagar las deudas adquiridas por empresas constructoras de Centros Comerciales con los bancos; los cuales financiaron, a través de arrendamiento financiero, la construcción de sus respectivos Malls.

Como por ejemplo en el año 2011, donde observamos la mayor diferencia, la tasa de colocación (8,031%) corresponde al Primer Programa de Bonos de titulización emitido por la empresa Aventura Plaza S.A. En los siguientes años se han llevado a cabo varias operaciones de este tipo y vemos que la tasa de colocación ha disminuido en cada una de

ellas, llegando a pagar Aventura Plaza una tasa de colocación de 7,3750% en el 2013 por sus bonos de titulización, encontrándose muy cerca de la TAMN de ese año (7,26%).

Esto refleja que la percepción del riesgo inherente a estas operaciones ha ido reduciéndose en cada emisión, debido a que estas empresas han demostrado la solvencia necesaria para hacer frente a su deuda con los inversionistas, razón por la cual creemos que es posible que la tasa de interés continúe bajando en próximas emisiones.

Por último y, para demostrar que la Titulización de activos brinda una ventaja a las grandes empresas Arequipeñas debemos destacar que la Tasa de interés que pagan las grandes empresas en el Sistema Financiero difiere mucho del momento en el año en que se busque financiamiento, así como del banco que se escoja; esto se debe a la situación económica y financiera por el que atraviesa el país en ese momento, como por ejemplo: la cantidad de liquidez del Sistema Financiero puede variar si se reduce el encaje bancario, situación que se ha observado en los últimos años.

Si seguimos con el ejemplo de Aventura Plaza, en el año 2011 la Tasa Activa promedio cobrada por los bancos el día que se llevó a cabo la colocación de sus Bonos de Titulización fue de 8,59% según los datos históricos presentados por la SBS, lo que muestra que incluso para Aventura Plaza, que obtuvo una de las tasas más altas observadas en el periodo estudiado, la titulización de Activos representó una mejor opción que el Sistema Bancario en ese momento. Esta diferencia es mayor dependiendo del banco, ya que ese día el Banco de Crédito del Perú (BCP) ofreció una tasa de 8,98%, el BBVA una tasa de 8,63% y el Scotiabank, que fue el originador de estos Bonos, ofreció una tasa de 8,25%, todas ellas por encima de la tasa de colocación obtenida por Aventura Plaza.

El escenario es similar los dos siguientes años; la tasa de colocación que obtuvo Aventura Plaza en la emisión de los “Bonos de titulización Mall Aventura Bellavista” el día 26 de Septiembre del 2013 fue de 7,375% y el mismo día el Sistema Bancario ofreció una tasa promedio de 7,22%, sin embargo bancos como el BBVA y el BCP otorgaron créditos a un plazo mayor de 360 días a una tasa de 7,51%, incluso el banco HSBC entregó una tasa de interés de 9,75%.

Si procedemos con la comparación de la Tasa Activa en moneda extranjera (TAMEX) pagada por las grandes empresas al sistema bancario como las pagadas por los Bonos de Titulización en moneda extranjera veremos que esta última siempre ha sido menor en los 5 años estudiados, incluso llegó a ser menor que la TAMEX pagada por los créditos corporativos en los años 2011 y 2014. Sumado a este resultado tenemos que, como se vio en el capítulo anterior, las colocaciones en moneda extranjera a lo largo del periodo estudiado son equiparables a las colocaciones en moneda nacional.

Finalmente, el resultado de la comparación de las tasas de colocación promedio de los Bonos de titulización con las TAMN y TAMEX del Sistema bancario nos permite afirmar que, en general, la Titulización de Activos es una mejor opción para las grandes empresas al momento de buscar un instrumento financiero, ya que al conseguir financiamiento de manera directa a través del Mercado de Valores, la mayoría de grandes empresas han podido obtener una menor tasa de interés.

2.4. BONOS DE TITULIZACIÓN VS. BONOS CORPORATIVOS

El siguiente análisis nos permitirá conocer la diferencia entre las tasas de interés obtenidas por la colocación de Bonos de Titulización y las obtenidas por la colocación de Bonos Corporativos entre los años 2005 y 2014. Se escogió para este análisis a los Bonos

Corporativos, porque tal como señalamos en el Capítulo 1 estos son el tipo de bono más utilizado hasta el momento por las grandes empresas peruanas en el Mercado de Valores y presentan características similares a los Bonos de Titulización.

La teoría nos dice que una empresa al transferir sus activos o flujos futuros a un patrimonio autónomo, y que se emitan valores de renta fija garantizados por estos activos, provoca que el riesgo disminuya, ya que no se toma en cuenta el desempeño general de la empresa, si no únicamente el desempeño de los activos subyacentes. Razón por la cual es necesario para nuestra investigación demostrar a través de datos históricos que los bonos de titulización han obtenido una menor tasa de colocación que los bonos corporativos, cuya tasa de colocación refleja principalmente la percepción de riesgo que tengan los inversionistas sobre el desempeño general de la empresa.

Debido a que las colocaciones de Bonos de Titulización en los últimos años han sido sumamente menores a la cantidad de colocaciones de Bonos Corporativos, no creemos correcto desarrollar una tasa de colocación promedio de ambos tipos de bonos, tal como se efectuó en el punto anterior. Sino que la comparación se llevará a cabo de manera individual, es decir se comparará las tasas de colocación de un bono de titulización y de un bono corporativo emitido por una misma empresa, o según sea el caso, por una empresa de la misma industria.

Por consiguiente, la Tabla N° 39 muestra todas aquellas colocaciones de Bonos de Titulización y Bonos Corporativos emitidos por la misma empresa o una similar, así como su respectivo plazo y tasa de colocación.

Si observamos la Tabla mencionada, veremos que casi todas las tasas de colocación de los Bonos de Titulización fueron menores en comparación a la tasas de colocación de los Bonos

Corporativos; los casos donde la tasa de colocación de los Bonos Corporativos es menor se debe a que no se pudo encontrar un bono corporativo que sea del mismo rubro y que tenga el mismo plazo de tiempo a la vez. Por lo tanto podemos afirmar en grandes rasgos que la Titulización de Activos sí es una mejor opción de financiamiento que los Bonos Corporativos.

Tabla N° 39
Comparación Tasa de Colocación de Bonos de Titulización y Bonos Corporativos

AÑOS	BONOS DE TITULIZACIÓN			BONOS CORPORATIVOS		
	EMISOR / MES	PLAZO AÑOS / DIAS	TASA DE COLOCACIÓN	EMISOR / MES	PLAZO AÑOS / DIAS	TASA DE COLOCACIÓN
2005	Financiera CMR S.A.	3 años	5,5630%	Corporación Financiera Internacional IFC	3 años	6,2700%
	Continental Bolsa SAB S.A.	5 años	5,8467%	Banco de Crédito del Perú	5 años	6,6880%
	Hunt Oil Company of Peru	5 años	5,5298%	Duke Energy Egenor En C. Por A.	5 años	6,5000%
2006	Financiera CMR S.A.	3 años	7,3750%	Financiera Cordillera S.A	2 años 5 meses	8,0625%
	Continental Bolsa SAB S.A.	5 años 5 meses	6,6850%	BBVA Banco Continental	5 años	7,3750%
2007	Supermercados Peruanos S.A.	5 años 6 meses	6,0625%	Supermercados Peruanos S.A.	6 años 6 meses	8,0400%
	Financiera CMR S.A.	3 años	5,8750%	Mibanco S.A.	3 años	5,9375%
	BBVA Banco Continental	18 años	6,7500%	BBVA Banco Continental	5 años	6,3125%
2008	Financiera CMR S.A.	3 años	5,8125%	Edyficar	3 años	7,0000%
	Financiera CMR S.A.	3 años	6,6875%	Mibanco S.A.	3 años	7,3750%
2009	Financiera CMR S.A.	5 años	5,5625%	Banco de Crédito del Perú	5 años	6,8750%
2010	Banco de Crédito del Perú e interbank	20 años	4,8000%	Scotiabank Perú S.A.A	5 años	6,1875%
2011	Hunt Oil Company of Peru	14 años 2 meses	4,2733%	Duke Energy Egenor En C. Por A.	15 años	6,3750%
	Aventura Plaza S.A (Mall Trujillo)	10 años	8,0313%	Scotiabank Perú S.A.A.	7 años	6,7813%
2012	Inmuebles Panamericana S.A.	15 años	7,8125%	Saga Falabella S.A.	10 años	5,8125%
2013	Abengoa Transmisión Norte S.A. (ATN)	5 años	3,8438%	Red de Energía del Perú S.A.	5 años	4,6250%
	Aventura Plaza S.A. (Mall Bellavista)	12 años	7,3750%	Scotiabank Perú S.A.A	5 años	6,1875%
2014	Hunt Oil Company of Peru	4 años , 9 meses	4,1875%	Red de Energia del Perú S.A	7 años	3,7500%
	Open Plaza S.A. (C.C. Atocongo y Los Jardines)	14 años	7,1250%	Cineplex S.A.	7 años	7,7500%

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las Autoras

Para demostrar lo antes mencionado de manera más específica se llevará a cabo el análisis únicamente de aquellos bonos que posean el mismo emisor o uno del mismo rubro, pero que coincida en el plazo de tiempo.

En el año 2005 se comparó a la Financiera CMR con la Corporación Financiera Internacional IFC. Consideramos a estas empresas similares ya que la Financiera CMR forma parte de Falabella Perú S.A, empresa holding que pertenece al Grupo Falabella, el

cual opera en seis países de la Región (Brasil, Uruguay, Chile, Argentina y Colombia). Mientras que la Corporación Financiera internacional IFC es miembro del Grupo del Banco Mundial, y está presente en más de 100 naciones en desarrollo.

La Financiera CMR emitió Bonos de Titulización teniendo como activo subyacente a la cartera de cuentas por cobrar de clientes de la tarjeta de crédito CMR. Ambos bonos tuvieron el mismo plazo de tiempo que fue de 3 años, y como podemos ver en la Tabla N° 39 los Bonos de titulización obtuvieron una tasa de 5,563%, siendo esta menor en 70 puntos básicos.

Respecto al año 2006, analizaremos dos tipos de Bonos emitidos por el BBVA Continental. Los Bonos de titulización tuvieron como activo subyacente a las Notas CLN (Credit Linked Notes) emitidas por Bear Stearns Global Assets Holding, hoy parte de JP Morgan Chase & Co. Logrando una tasa de colocación de 6,685%; mientras que los Bonos Corporativos obtuvieron una tasa de colocación de 7,375%, siendo esta 69 puntos básicos mayor que la tasa obtenida por sus bonos titulizados.

En el 2007 comparamos a los bonos colocados por Supermercados Peruanos S.A., el cual posee cuatro cadenas de supermercados, las cuales son: Plaza Vea, Vivanda, Mass y Economax y desde el año 2003 forma parte del Grupo Financiero Interbank, lo que le brinda respaldo financiero y prestigio. En primer lugar los Bonos de Titulización que colocó tuvieron como activos subyacentes a los flujos que derivan de las ventas futuras que efectúan en sus locales y que sean pagadas mediante todas las tarjetas de crédito y/o débito afiliadas a la red de visanet y expressnet, la tasa que obtuvieron por colocar estos bonos fue de 6.0625% a comparación de la tasa obtenida en la colocación de bonos corporativos que fue de 8.04%; obteniendo así una tasa menor en 197 puntos básicos.

Para el 2008 se comparó a la Financiera CMR con Financiera Edyficar, considerando a estas como similares debido a que la Financiera CMR forma parte de Falabella Perú S.A, empresa holding que pertenece al Grupo Falabella, mientras que la Financiera Edyficar es una financiera líder en micro finanzas creada en el año 1998, y que está presente en 21 departamentos del país. Además Financiera Edyficar fue adquirida por el Grupo Credicorp en el año 2009 y en el año 2013 se convirtió en el accionista mayoritario de Mibanco, entidad pionera en las microfinanzas en nuestro país.

Financiera CMR colocó bonos de titulización teniendo como activos subyacentes a las cuentas por cobrar de clientes de la tarjeta de crédito CMR Falabella, y tal como se observa en la Tabla anterior esta obtuvo una tasa de colocación de 5.8125% a un plazo de tiempo de 3 años, por otro lado los bonos corporativos de Financiera Edyficar, obtuvieron una tasa de colocación de 7.00%, siendo mayor que la tasa obtenida por Financiera CMR a través de bonos de titulización en 118 puntos básicos.

En el 2011 comparamos a las empresas Hunt Oil Company of Perú y a Duke Energy Egenor por considerarlas de sectores parecidos debido a que Hunt Oil Company of Perú es una compañía de explotación de gas y petróleo concentrada en el desarrollo de la industria del gas natural en América del Sur y Duke Energy Egenor es la compañía de servicios públicos de electricidad más grande de los Estados Unidos y líder en el negocio de energía eléctrica y distribución de gas en el continente americano.

Hunt Oil Company of Perú colocó bonos de titulización a una tasa de interés de 4.2733%, teniendo como activos subyacentes las ventas de los hidrocarburos extraídos del Lote 56 (Camisea) y a un plazo de 14 años, similar a la colocación de bonos corporativos realizada por Duke Energy Egenor, la cual fue a 15 años y obtuvo una tasa de colocación de 6.3750%,

es decir 210 puntos básicos más alta comparada con la tasa de colocación de Hunt Oil Company of Perú.

Por último en el año 2013 comparamos a la empresa Abengoa Transmisión Norte S.A. (ATN) con Red de Energía del Perú S.A., ya que ambas pertenecen al mismo rubro. Abengoa es una empresa de Ingeniería y Construcción que brinda servicios de transmisión de energía eléctrica y forma parte del Grupo Español Abeinsa con presencia en 70 países. Por otro lado Red de Energía del Perú S.A es la empresa líder en transmisión de energía eléctrica del Perú, especializándose en la construcción, operación y mantenimiento de redes de transmisión de energía eléctrica en alta tensión en 20 regiones del Perú.

De esta manera comparamos la colocación de bonos de titulización de ATN, los cuales tienen como activo subyacente los derechos y obligaciones de la concesión SGT de la línea de transmisión 220 Kv, bienes, derecho de cobro, flujos dinerarios, contratos de fibra óptica, contratos de conexión y crédito fiscal y obtuvieron una tasa de 3.8438% a un plazo de tiempo de 5 años, mismo plazo al que colocó sus bonos corporativos Red de Energía del Perú S.A obteniendo una tasa de 4.6250%; siendo esta mayor en 78 puntos básicos comparado con los bonos titulizados de Abengoa.

A partir de los resultados presentados anteriormente, podemos concluir que la Titulización de Activos ha presentado tasas de colocación menores que las tasas de colocación obtenidas por Bonos Corporativos del mismo emisor o emitidos por empresas similares. De manera que nos permiten demostrar que dentro del Mercado de Renta Fija la Titulización de Activos es una mejor opción que la emisión de Bonos Corporativos, el cual es el tipo de bono más utilizado en nuestro Mercado de Valores, ya que la Titulización de Activos permite obtener tasas de interés más competitivas. Creemos que este resultado podría ser un incentivo más

para que las grandes empresas Arequipeñas prefieran a este instrumento sobre otros existentes en el mercado financiero.

2.5. ESTIMACIÓN DE LA TASA EFECTIVA ANUAL DE FINANCIAMIENTO DE UNA EMISIÓN DE BONOS DE TITULIZACIÓN

Como vimos en el capítulo anterior y demostramos a través de las encuestas, el factor más importante para las grandes empresas al momento de obtener financiamiento es la tasa de interés. La teoría dice que una de las ventajas de ingresar al Mercado de Valores es obtener un menor costo financiero, y a pesar de haber demostrado en los puntos anteriores que es posible obtener una menor tasa en comparación al Sistema Bancario, es sabido que una de las actuales deficiencias del Mercado de Valores peruano son los altos costos fijos. Es por esta razón que vimos necesario determinar la Tasa Efectiva Anual de Financiamiento, para así demostrar cuál es el impacto real de los costos de emisión en el costo financiero que pagan las empresas al momento de obtener financiamiento a través del Mercado de Valores Peruano y si los costos fijos son tan significativos en relación al monto emitido como para quitarle atractivo a esta fuente de financiamiento y específicamente a la Titulización de Activos.

Para lograr nuestro objetivo tomaremos como base lo desarrollado por el Banco Central de Reserva, en el artículo “Costos de Emisión de Instrumentos de Deuda”, el cual divide el proceso de emisión de bonos en 4 etapas, las cuales requieren el cumplimiento de ciertas actividades que implican un costo y un plazo de tiempo determinado. Así mismo se agregaron a cada una de estas etapas, los pasos necesarios para efectuar específicamente una emisión de Bonos de Titulización.

Las 4 etapas son presentadas a continuación:

I. **Preparación interna de la empresa:**

Es una etapa previa al proceso de emisión donde la empresa fija el cumplimiento de las condiciones necesarias para acceder al mercado de capitales. Las principales actividades de esta fase son:

- Formalización vía la observancia de la Ley General de Sociedades y el cumplimiento de las obligaciones tributarias.
- Adecuación de la estructura organizativa y empresarial adecuada.
- Profesionalización de la gerencia.
- Disponer de información contable y financiera de calidad.
- Auditoría interna de los estados financieros.
- Adopción de los principios de buen gobierno corporativo.
- Cumplimiento de los requerimientos de información.
- Desarrollo de una estrategia de crecimiento y de planes de negocios: ¿Para qué se busca financiamiento en el mercado de capitales?

Esta etapa no se considera como un costo asociado a la emisión dado que las actividades mencionadas son propias de una empresa que busca desarrollarse y modernizarse. La duración de esta etapa es indeterminada, depende del estado inicial de la empresa y de la velocidad de los esfuerzos de la gerencia para adecuar la empresa.

II. Preparación de la emisión

Son los pasos que deben realizar el originador y los participantes del proceso de Titulización para colocar los valores mobiliarios en el mercado de capitales:

- Identificar los activos a Titulizar a través de una correcta valoración.
- Constitución del fideicomiso o sociedad de propósito especial. En el primer caso el contrato es denominado según Ley "Acto constitutivo"; en el segundo caso se debe llevar a cabo los pasos necesarios según la Ley General de Sociedades para la constitución de una sociedad anónima, con objeto social limitado a la compra de activos.
- Llevar a cabo todos los aspectos legales necesarios para el funcionamiento del fideicomiso de titulización o sociedad de propósito especial como por ejemplo los acuerdos y contratos referidos a la transferencia y custodia de los activos, entre otros¹¹.
- Comisión por contraprestación de servicios de administración del Patrimonio Fideicometido (Dependiendo de la Sociedad Titulizadora estos pueden realizarse de manera mensual o anual).
- Pago de costos operacionales, gastos financieros, entre otros.
- Elección del estructurador y del agente colocador. Incluye asesoría legal para el estructurador.
- Definición del valor a emitir, así como de los montos, plazos y momento.
- Due Dilligence legales, contables, financieros, operativos de la empresa realizados por el estructurador.

¹¹ Para conocer todos los contratos detalladamente dirigirse a la Tabla N° 2 dentro del Capítulo 1

- Pagos relacionados a las mejoras crediticias, tanto internas como externas.
- Elaboración del Prospecto Informativo ¹² (emisor-estructurador) y del Contrato de Emisión (emisor-representante de obligacionistas).
- Presentación de información financiera auditada de los 2 últimos ejercicios anuales, última información trimestral no auditada. Se requiere la contratación de una auditoría externa.
- Contratación de 2 empresas clasificadoras de riesgo. En caso de tratarse de una oferta dirigida a inversionistas acreditados se requiere sólo una clasificación de riesgo.
- Adquisición del certificado para el sistema MvNet ¹³.

La duración de esta etapa es aproximadamente entre 3 y 4 meses.

III. Inscripción y colocación de una Oferta Pública Primaria

Esta etapa consiste en los siguientes pasos:

- Inscripción de la emisión o programa en el Registro Público del Mercado de Valores.
- Publicación de la Resolución de la Superintendencia del Mercado de Valores inscribiendo el programa en el diario oficial El Peruano.

¹² Para conocer los puntos que debe contener el Prospecto Informativo dirigirse al Anexo 3.

¹³ El MVNet es un sistema electrónico de intercambio de información, es decir, es una extranet para las empresas que tienen la obligación de comunicar información relevante a la Superintendencia del Mercado de Valores. Este sistema utiliza tecnologías de certificados digitales, que permiten identificar de una manera eficiente y segura la identidad del usuario que está accediendo. Dichos certificados permiten que el usuario envíe archivos firmados digitalmente, a la vez que recibe un cargo igualmente firmado.

- Comunicación de inscripción del valor a la Bolsa de Valores de Lima (negociación secundaria) y a CAVALI (desmaterialización y pagos de cupón).
- Actualización del Prospecto Informativo y del Contrato de Emisión.
- Publicación del aviso de colocación de la Oferta Pública Primaria en el diario oficial El Peruano y en uno de los diarios de mayor circulación.
- Efectuar la colocación a través del agente colocador.
- Enviar los resultados de la emisión a la Superintendencia del Mercado de Valores, Bolsa de Valores de Lima y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

IV. Mantenimiento de Oferta Pública Primaria

Son los pagos y actividades que se deben realizar de forma periódica posterior a una emisión:

- Pago de contribución mensual a la Superintendencia del Mercado de Valores, Bolsa de Valores de Lima (derecho de cotización) y CAVALI.
- Pago de la comisión anual a la Sociedad Titulizadora, por concepto de administración del fideicomiso de Titulización.
- La Sociedad Titulizadora debe informar a la Superintendencia del Mercado de Valores sobre la evolución de las condiciones de emisión.
- Envío de estados financieros trimestrales y anuales, memoria anual, hechos de importancia y reporte de cumplimiento de los principios de buen gobierno corporativo a la Superintendencia del Mercado de Valores. El costo asociado

son las horas/hombre del personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información (representante bursátil y otros).

- Pago de la Comisión anual a una empresa bancaria por la emisión de una carta fianza, la cual sirve de cobertura del pago oportuno de los cupones, así como la amortización del principal

A partir de lo antes mencionado procederemos a estimar los costos totales de una emisión de bonos de Titulización a un plazo de 5 años, a su vez se considerará un bono de tipo *bullet* (redención del principal al vencimiento) y con pago de cupones anuales. La Tabla N° 40 presenta 4 montos de emisión, asumiéndose una misma tasa de colocación para visualizar cuanto representan los costos de emisión y los costos de mantenimiento del monto total emitido, y, posteriormente el impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento.

En primer lugar, observamos que los principales costos de emisión de bonos de titulización se concentran en los gastos de estructuración, los gastos legales, el costo de administración de la Sociedad Titulizadora, el gasto en auditoría externa, el costo de contratación de dos clasificadoras de riesgo y la comisión del agente colocador. Cabe destacar que todos los principales costos mencionados a excepción de la comisión por colocación, son de monto fijo.

Tabla N° 40
Costo de Emisión de Bonos de Titulización en el Mercado Peruano de Capitales
(En US\$)

Supuestos	Monto de emisión	Escala 1	Escala 2	Escala 3	Escala 4
		5.000.000	10.000.000	15.000.000	20.000.000
Gastos de preparación de la emisión	Estructuración	50.000	50.000	50.000	50.000
	Gastos legales	25.000	25.000	25.000	25.000
	Auditoría Externa	20.000	20.000	20.000	20.000
	Contratación de 2 clasificadoras de riesgos	20.000	20.000	20.000	20.000
	Otros gastos 1/	3.100	3.100	3.100	3.100
Gastos para efectuar la Oferta Pública Primaria	Inscripción SMV	1.286	1.286	1.286	1.286
	Publicación Resolución en El Peruano	246	246	246	246
	Inscripción BVL: 0,0375%	1.875	3.750	5.625	7.500
	Inscripción Cavali	100	100	100	100
	Gastos de publicación, registrales y de impresión 2/	3.015	3.015	3.015	3.015
	Comisión de colocación: 0,15%	7.500	15.000	22.500	30.000
Gasto anual de mantenimiento de la emisión	Comisión Sociedad Titulizadora: 0,13% anual	6.500	13.000	19.500	26.000
	SMV: 0,0035% mensual	2.100	4.200	6.300	8.400
	BVL: 0,002% mensual	1.200	2.400	3.600	4.800
	Cavali: 0,001% mensual (Mín. US\$100; Máx US\$300)	1.200	1.200	1.200	2.400
	Clasificadoras	36.000	36.000	36.000	36.000
	Representante de Obligacionistas: 0,035% anual	1.750	3.500	5.250	7.000
	Auditoría externa	20.000	20.000	20.000	20.000
	Representante bursátil 3/	15.000	15.000	15.000	15.000
Costos Totales	Costo total de efectuar la emisión	132.122	141.497	150.872	160.247
	(En % de la emisión)	2,64%	1,41%	1,01%	0,80%
	Gasto anual de mantenimiento de la emisión	83.750	95.300	106.850	119.600
	(En % de la emisión)	1,68%	0,95%	0,71%	0,60%

1/ Gastos registrales, costos del certificados para el sistema MnNet, gastos de impresión del Prospecto Marco y de preparación de información.

2/ Gastos de publicación de la OPP en El Peruano, gastos del Contrato de Emisión y de impresión del Prospecto Marco Complementario

3/ Costo del personal asignado para el cumplimiento de los requerimientos de información

Fuente: Banco Central de Reserva, SMV, BVL, Cavali, etc.

Elaboración: Propia de las autoras

Por otro lado observamos que los costos de emisión como porcentaje del monto total emitido disminuyen a medida que aumenta la escala de la emisión, debido al alto componente de los costos fijos.

Así, para una escala de US\$ 5 millones los costos de emisión representan el 2,64% del monto emitido mientras que para una escala de US\$ 20 millones, los costos de emisión representarían sólo el 0,80%. De igual forma, el tamaño de la emisión influye en el gasto anual de mantenimiento, como porcentaje del monto emitido. Para una emisión de US\$ 5 millones, el gasto anual de mantenimiento equivale al 1,68% mientras que para US\$ 20 millones equivale al 0,60%.

Ahora bien, para determinar la Tasa Efectiva Anual de Financiamiento (TEAF) de una emisión de Bonos de Titulización utilizamos la metodología de la Tasa Interna de Retorno TIR, calculando la TEAF para cada monto de emisión, en base al flujo de caja anual de la emisión, utilizando los datos de la Tabla N° 40.

Para la elaboración de los flujos de caja anual, además de los costos antes presentados se consideró primeramente la transferencia al originador de los recursos obtenidos luego de la colocación, según cada escala; para el pago de intereses se consideró una tasa cupón de 7% en todas las emisiones, ya que esta es la tasa de interés más baja dentro del rango 7%-10% que fue la opción que la mayor cantidad de grandes empresas arequipeñas encuestadas escogió y por último la amortización del capital.

Los resultados por escala son presentados a continuación:

Tabla N° 41
Estimación de la Tasa Efectiva Anual de financiamiento de una emisión de
US\$ 5 Millones

	AÑO 0	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
INGRESOS						
Monto obtenido por el originador	5.000.000,00					
EGRESOS						
Pago de intereses y amortización de capital		-350.000,00	-350.000,00	-350.000,00	-350.000,00	-5.350.000,00
Gastos de preparación de la emisión	- 118.100,00					
Estructuración	- 50.000,00					
Gastos legales	- 25.000,00					
Auditoría Externa	- 20.000,00					
Contratación de 2 clasificadoras de riesgos	- 20.000,00					
Otros gastos 1/	- 3.100,00					
Gastos para efectuar la oferta pública	- 14.022,00					
Inscripción SMV	- 1.286,00					
Publicación Resolución en El Peruano	- 246,00					
Inscripción BVL: 0,0375%	- 1.875,00					
Inscripción Cavali	- 100,00					
Gastos de publicación, registrales y de impresión 2/	- 3.015,00					
Comisión de colocación: 0,15%	- 7.500,00					
Gasto anual de mantenimiento de la emisión		- 83.750,00	- 83.750,00	- 83.750,00	- 83.750,00	- 108.750,00
Comisión Sociedad Titulizadora: 0,13% anual	- 6.500,00	- 6.500,00	- 6.500,00	- 6.500,00	- 6.500,00	- 6.500,00
SMV: 0,0035% mensual	- 2.100,00	- 2.100,00	- 2.100,00	- 2.100,00	- 2.100,00	- 2.100,00
BVL: 0,002% mensual	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00
Cavali: 0,001% mensual (Mín. US\$100; Máx US\$300)	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00
Clasificadoras	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00
Comisión Carta Fianza: 1% anual	- 1.750,00	- 1.750,00	- 1.750,00	- 1.750,00	- 1.750,00	- 26.750,00
Auditoría externa	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00
Representante bursátil 3/	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00
FLUJOS DE EFECTIVO	4.867.878,00	-433.750,00	-433.750,00	-433.750,00	-433.750,00	-5.458.750,00

TASA EFECTIVA ANUAL **9,45%**

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Elaboración: De la autoras

Tabla N° 42
Estimación de la Tasa Efectiva Anual de financiamiento de una emisión de
US\$ 10 Millones

	AÑO 0	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
INGRESOS						
Monto obtenido por el originador	10.000.000,00					
EGRESOS						
Pago de intereses y amortización de capital		-700.000,00	-700.000,00	-700.000,00	-700.000,00	-10.700.000,00
Gastos de preparación de la emisión	- 118.100,00					
Estructuración	- 50.000,00					
Gastos legales	- 25.000,00					
Auditoría Externa	- 20.000,00					
Contratación de 2 clasificadoras de riesgos	- 20.000,00					
Otros gastos 1/	- 3.100,00					
Gastos para efectuar la oferta pública	- 23.397,00					
Inscripción SMV	- 1.286,00					
Publicación Resolución en El Peruano	- 246,00					
Inscripción BVL: 0,0375%	- 3.750,00					
Inscripción Cavali	- 100,00					
Gastos de publicación, registrales y de impresión 2/	- 3.015,00					
Comisión de colocación: 0,15%	- 15.000,00					
Gasto anual de mantenimiento de la emisión		- 95.300,00	- 95.300,00	- 95.300,00	- 95.300,00	- 145.300,00
Comisión Sociedad Titulizadora: 0,13% anual		- 13.000,00	- 13.000,00	- 13.000,00	- 13.000,00	- 13.000,00
SMV: 0,0035% mensual		- 4.200,00	- 4.200,00	- 4.200,00	- 4.200,00	- 4.200,00
BVL: 0,002% mensual		- 2.400,00	- 2.400,00	- 2.400,00	- 2.400,00	- 2.400,00
Cavali: 0,001% mensual (Mín. US\$100; Máx US\$300)		- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00
Clasificadoras		- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00
Comisión Carta Fianza: 1% anual		- 3.500,00	- 3.500,00	- 3.500,00	- 3.500,00	- 53.500,00
Auditoría externa		- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00
Representante bursátil 3/		- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00
FLUJOS DE EFECTIVO	9.858.503,00	-795.300,00	-795.300,00	-795.300,00	-795.300,00	-10.845.300,00
TASA EFECTIVA ANUAL	8,40%					

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Elaboración: De la autoras

Tabla N° 43
Estimación de la Tasa Efectiva Anual de financiamiento de una emisión de
US\$ 15 Millones

	AÑO 0	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
INGRESOS						
Monto obtenido por el originador	15.000.000,00					
EGRESOS						
Pago de intereses y amortización de capital		-1.050.000,00	-1.050.000,00	-1.050.000,00	-1.050.000,00	-16.050.000,00
Gastos de preparación de la emisión	- 118.100,00					
Estructuración	- 50.000,00					
Gastos legales	- 25.000,00					
Auditoria Externa	- 20.000,00					
Contratación de 2 clasificadoras de riesgos	- 20.000,00					
Otros gastos 1/	- 3.100,00					
Gastos para efectuar la oferta pública	- 32.772,00					
Inscripción SMV	- 1.286,00					
Publicación Resolución en El Peruano	- 246,00					
Inscripción BVL: 0,0375%	- 5.625,00					
Inscripción Cavali	- 100,00					
Gastos de publicación, registrales y de impresión 2/	- 3.015,00					
Comisión de colocación: 0,15%	- 22.500,00					
Gasto anual de mantenimiento de la emisión		- 106.850,00	- 106.850,00	- 106.850,00	- 106.850,00	- 181.850,00
Comisión Sociedad Titulizadora: 0,13% anual	- 19.500,00	- 19.500,00	- 19.500,00	- 19.500,00	- 19.500,00	- 19.500,00
SMV: 0,0035% mensual	- 6.300,00	- 6.300,00	- 6.300,00	- 6.300,00	- 6.300,00	- 6.300,00
BVL: 0,002% mensual	- 3.600,00	- 3.600,00	- 3.600,00	- 3.600,00	- 3.600,00	- 3.600,00
Cavali: 0,001% mensual (Mín. US\$100; Máx US\$300)	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00	- 1.200,00
Clasificadoras	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00
Comisión Carta Fianza: 1% anual	- 5.250,00	- 5.250,00	- 5.250,00	- 5.250,00	- 5.250,00	- 80.250,00
Auditoría externa	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00
Representante bursátil 3/	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00
FLUJOS DE EFECTIVO	14.849.128,00	-1.156.850,00	-1.156.850,00	-1.156.850,00	-1.156.850,00	-16.231.850,00
TASA EFECTIVA ANUAL	8,05%					

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Elaboración: De la autoras

Tabla N°44
Estimación de la Tasa Efectiva Anual de financiamiento de una emisión de
US\$ 20 Millones

	AÑO 0	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
INGRESOS						
Monto obtenido por el originador	20.000.000,00					
EGRESOS						
Pago de intereses y amortización de capital		-1.400.000,00	-1.400.000,00	-1.400.000,00	-1.400.000,00	-21.400.000,00
Gastos de preparación de la emisión	- 118.100,00					
Estructuración	- 50.000,00					
Gastos legales	- 25.000,00					
Auditoria Externa	- 20.000,00					
Contratación de 2 clasificadoras de riesgos	- 20.000,00					
Otros gastos 1/	- 3.100,00					
Gastos para efectuar la oferta pública	- 42.147,00					
Inscripción SMV	- 1.286,00					
Publicación Resolución en El Peruano	- 246,00					
Inscripción BVL: 0,0375%	- 7.500,00					
Inscripción Cavali	- 100,00					
Gastos de publicación, registrales y de impresión 2/	- 3.015,00					
Comisión de colocación: 0,15%	- 30.000,00					
Gasto anual de mantenimiento de la emisión		- 119.600,00	- 119.600,00	- 119.600,00	- 119.600,00	- 219.600,00
Comisión Sociedad Titulizadora: 0,13% anual		- 26.000,00	- 26.000,00	- 26.000,00	- 26.000,00	- 26.000,00
SMV: 0,0035% mensual		- 8.400,00	- 8.400,00	- 8.400,00	- 8.400,00	- 8.400,00
BVL: 0,002% mensual		- 4.800,00	- 4.800,00	- 4.800,00	- 4.800,00	- 4.800,00
Cavali: 0,001% mensual (Mín. US\$100; Máx US\$300)		- 2.400,00	- 2.400,00	- 2.400,00	- 2.400,00	- 2.400,00
Clasificadoras		- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00	- 36.000,00
Comisión Carta Fianza: 1% anual		- 7.000,00	- 7.000,00	- 7.000,00	- 7.000,00	- 107.000,00
Auditoría externa		- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00	- 20.000,00
Representante bursátil 3/		- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00	- 15.000,00
FLUJOS DE EFECTIVO	19.839.753,00	-1.519.600,00	-1.519.600,00	-1.519.600,00	-1.519.600,00	-21.619.600,00
TASA EFECTIVA ANUAL	7,88%					

Fuente: Banco Central de Reserva del Perú

Elaboración: De la autoras

Para un mejor análisis reunimos los resultados de la Tasa Efectiva Anual de financiamiento en la Tabla N° 45. En ella se aprecia un menor impacto en el costo efectivo de financiamiento conforme se incrementa la escala de la emisión. Para una emisión de US\$ 5 millones, los costos de emisión elevan el costo efectivo del financiamiento en 245 puntos básicos mientras que para una escala de emisión de US\$ 20 millones, el costo efectivo de financiamiento aumenta en 88 puntos básicos.

Tabla N° 45
Estimación del impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento de una emisión de Bonos de Titulización

Escala de emisión	Tasa de interés 1/	Costo efectivo 2/
US\$ 5 MM	7.00%	9,45%
US\$ 10 MM	7.00%	8,40%
US\$ 15 MM	7.00%	8,05%
US\$ 20 MM	7.00%	7,88%

1/Tasa de interés cupón. Se asumen que los bonos son colocados a la par

2/Tasa efectiva anual de la emisión

Elaboración: De las Autoras

Aunque el costo efectivo parezca excesivo, sobre todo si consideramos que la mayoría de empresas arequipeñas no siempre buscarían un monto tan alto como 20 millones de dólares, según lo expuesto en el Seminario “El Mercado de Valores: Fuente de financiamiento y alternativas de inversión” realizado por representantes de la Superintendencia del Mercado de Valores en la ciudad de Arequipa, con el fin de incentivar a las empresas arequipeñas a ingresar al Mercado de Valores, los costos se van reduciendo en cada emisión, ya que no es necesario llevar a cabo nuevamente una preparación interna, por lo que los costos de estructuración son menores, así como se puede negociar con los agentes participantes, como por ejemplo los costos legales, las tarifas por clasificación de riesgo, etc.

Por otro lado a partir de la segunda emisión se pueden utilizar los E-prospectus, los cuales son formatos electrónicos predeterminados que ayudan a preparar los prospectos informativos de manera más fácil, reduciendo los recursos y tiempo destinados a la elaboración de los mismos, así como reduce el tiempo de aprobación de la emisión por parte de la SMV.

A su vez, luego de la primera emisión y si los pagos de los respectivos cupones son pagados de forma puntual, genera una credibilidad entre los inversionistas, lo que provoca que para la siguiente emisión la tasa de colocación sea mucho menor. Según los representantes de la SMV antes mencionados, en ciertas ocasiones es recomendable inscribir valores únicamente para ser conocidos en el mercado, ya que será necesario que éstas envíen sus estados financieros y hechos de importancia, de tal manera que al momento que decidan colocar valores estos puedan obtener una tasa menor, ya que la percepción de riesgo será menor a medida que los inversionistas tengan acceso a una mayor información de la empresa emisora.

En conclusión, a pesar que la tasa efectiva anual de financiamiento en una emisión de valores por 5 millones de dólares es de 9,45%, aún se encuentra dentro del rango de 7% a 10%, el cual es el rango que la mayor cantidad de grandes empresas arequipeñas respondió en la encuesta realizada, y más si consideramos la tasa efectiva que se obtiene en una emisión de valores por 20 millones de dólares. Por lo tanto consideramos que la titulización de activos se sigue considerando como una Oportunidad de Financiamiento para las grandes empresas de Arequipa, luego de haber considerado aproximadamente todos los costos en los que puede incurrir una empresa originadora al momento de emitir bonos de titulización en el Mercado de Valores local.

2.6. DEMANDA ACTUAL Y POTENCIAL DE BONOS DE TITULIZACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES PERUANO

En el siguiente punto analizaremos las inversiones efectuadas en los últimos 10 años por los Inversionistas Institucionales (AFP, Fondos Mutuos y Compañías de Seguros), detallando sus portafolios de inversión y demostrando así la demanda de los Bonos de Titulización emitidos hasta la fecha y la demanda potencial, la cual demuestra la capacidad de inversión de los Inversionistas Institucionales, pudiendo ser aprovechada por las empresas interesadas en utilizar este instrumento financiero.

Creemos necesario definir qué es un Inversionista Institucional, para ellos recurrimos a la Bolsa de Valores, la cual los define de la siguiente manera: “Institución que dispone de recursos mantenidos con cierta estabilidad destinados a la reserva de riesgos o a la renta patrimonial y que invierte estos recursos en el Mercado de Capitales”. A su vez el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales detalla que agentes son considerados como tales:

1. Los bancos, financieras y compañías de seguros; los agentes de intermediación; las administradoras privadas de fondos de pensiones; las sociedades administradoras de fondos de inversión; las sociedades administradoras de fondos mutuos y las sociedades tituladoras.
2. Las entidades del exterior que desarrollen actividades similares a las señaladas en el punto anterior.
3. Las personas jurídicas de derecho privado o de derecho público que tengan como una de sus actividades la inversión en valores. En el caso de personas jurídicas no

- estatales, será exigible que cuenten con un portafolio de inversiones en valores igual o superior a un millón de Nuevos Soles (S/. 1,000, 000,00).
4. Los fondos y patrimonios autónomos administrados por las personas señaladas en los numerales anteriores, siempre que la decisión de inversión sea responsabilidad de ellas y que el patrimonio neto individual del fondo o patrimonio sea igual o superior a cuatrocientos mil Nuevos Soles (S/. 400 000,00).
 5. Personas naturales que cuentan con un patrimonio superior a dos millones de Nuevos Soles (S/. 2,000, 000,00), y un portafolio de inversiones en valores igual o superior a un millón de Nuevos Soles (S/. 1,000, 000,00).

En la presente investigación hemos considerado únicamente a las Administradoras de Fondos de Pensiones, a las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos y a las Compañías de Seguros, ya sean nacionales o extranjeras.

Para determinar el valor total de inversiones efectuadas por los inversionistas institucionales hemos agrupado el total de sus portafolios de inversión en la Tabla N° 43. A partir de ella podemos observar que las Administradoras Privadas de Pensiones (AFP) son las entidades que más inversiones realizan en el Mercado de Valores Peruano, acumulando un total de S/. 546,544 millones, representando el 71% del Total Invertido por los Inversionistas Institucionales en valores emitidos por empresas locales, durante los últimos 10 años.

En segundo lugar tenemos a los Fondos Mutuos, con un monto acumulado de S/. 127,910 millones, representando un 17% y por último las Compañías de Seguros con un monto acumulado de S/. 92,104 millones, representando el 12%.

Tabla N° 46
Portafolio Administrado por los Inversionistas Institucionales
(En Millones de Nuevos Soles)

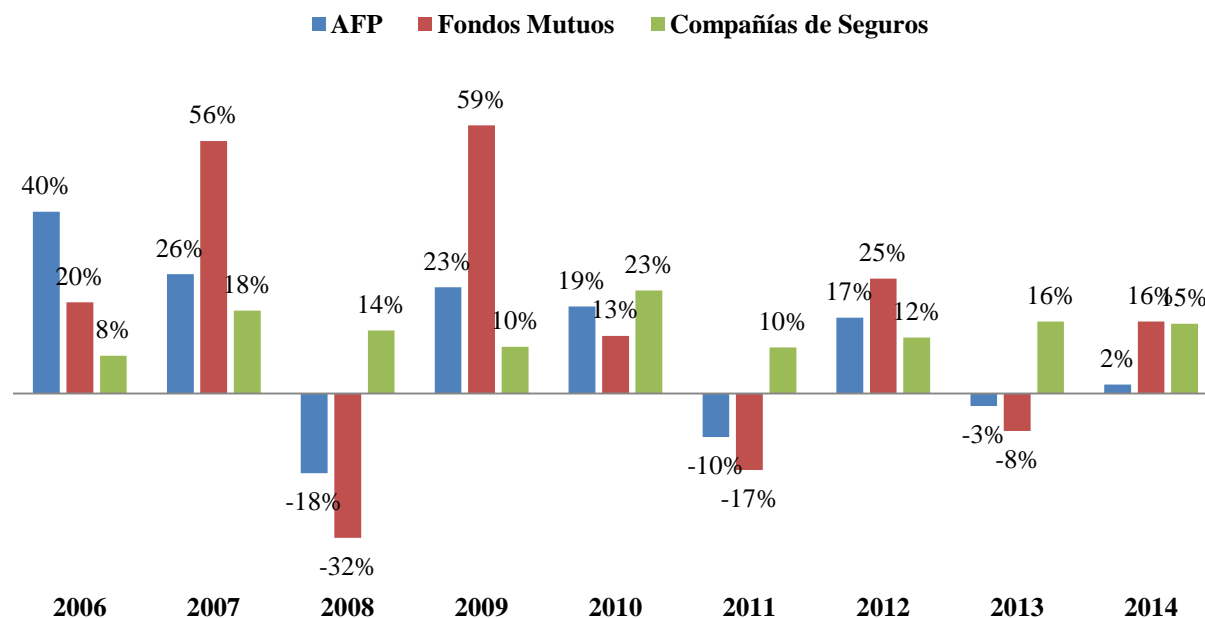
	2005	2006	Var %	2007	Var %	2008	Var %	2009	Var %	2010	Var %	2011	Var %	2012	Var %	2013	Var %	2014	Var %
AFP	30.001	42.004	40%	53.041	26%	43.732	-18%	53.977	23%	64.343	19%	58.185	-10%	67.892	17%	66.037	-3%	67.333	2%
Fondos Mutuos	6.857	8.237	20%	12.818	56%	8.741	-32%	13.901	59%	15.664	13%	13.027	-17%	16.325	25%	14.980	-8%	17.360	16%
Compañías de Seguros	4.818	5.217	8%	6.170	18%	7.028	14%	7.753	10%	9.511	23%	10.475	10%	11.765	12%	13.635	16%	15.734	15%
TOTAL	41.675	55.459	33%	72.028	30%	59.500	-17%	75.631	27%	89.518	18%	81.686	-9%	95.982	18%	94.652	-1%	100.427	6%

1/ Los montos corresponden unicamente a las inversiones en valores locales

Fuente: SMV y Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

Elaboración: De las Autoras

Gráfico N° 19
Crecimiento del Portafolio Administrado por los Inversionistas Institucionales



Fuente: Superintendencia de Banca Seguros y AFP

Elaboración: De las Autoras

En cuanto al crecimiento del portafolio administrado por los Inversionistas Institucionales vemos que las AFP han demostrado un crecimiento promedio de 11% en los últimos 10 años, sin embargo en el Grafico N° 19 observamos que han habido ciertos descensos importantes, como por ejemplo: el descenso de 18% ocurrido en el 2008 se debió al impacto de la crisis financiera internacional, ya que redujeron las tenencias de los títulos de renta variable e inversiones en el exterior. Dichas inversiones financieras se vieron afectadas por la pérdida de valor que registraron los diversos tipos de activos financieros. La recuperación del 23% en el año 2009 se debe a la recuperación de los mercados financieros, tanto nacionales como extranjeros.

El descenso de 10% sufrido en el año 2011 correspondió principalmente a la pérdida de valor de las inversiones en títulos de renta variable, derivado de los problemas de deuda sufridos por los países Europeos que afectaron a los mercados bursátiles y a los commodities ligados a la actividad económica. Además, las inversiones de las AFP en acciones de empresas mineras locales se vieron afectadas por las dificultades que enfrentaron dichas empresas para llevar a cabo sus proyectos.

Por último, en el 2013 se observa un descenso de 3% debido a que la composición de la cartera cambió a favor de inversiones en el exterior y depósitos en el sistema financiero local, a raíz de los resultados negativos de la BVL.

Por otro lado, los Fondos Mutuos fueron los que mayor crecimiento promedio tuvieron en los últimos 10 años, alcanzando un 15%. Sin embargo presentaron más cambios bruscos que los otros inversionistas como podemos observar en el Gráfico N° 19, siendo los más representativos los de los años 2007, 2008 y 2009.

El incremento de 56% observado en el año 2007 se debió a que ingresaron a operar 13 nuevos fondos mutuos, de los cuales 11 son fondos mutuos mixtos y de renta variable; el mayor interés de los agentes económicos por participar en los nuevos fondos mutuos y así entrar al mercado bursátil se vio reflejado en el incremento de 108000 participantes para finales del 2014.

El descenso de 32% en el 2008 puede ser explicado por el retiro de participantes en fondos mutuos mixtos, de renta variable y en obligaciones debido a la crisis financiera internacional, lo que provocó que los fondos mutuos tuvieran que vender y liquidar las inversiones para tener la liquidez suficiente para redimir a sus participantes.

Y por último, el incremento más representativo se realizó en el año 2009 (59%), que se debió a la recuperación del número de participantes y la ganancia en valor de sus inversiones en instrumentos de renta fija y variable. Así como también, las menores tasas de interés en depósitos a plazo ofrecidos por los bancos y otras entidades financieras, motivaron que los agentes económicos buscaran otras alternativas en las cuales invertir sus excedentes, beneficiándose así los fondos mutuos.

Finalmente las Compañías de seguros mostraron un crecimiento promedio de 14%, sin embargo es el Inversionista Institucional que presentó durante los últimos 10 años un crecimiento estable, sin presentar ningún cambio brusco o descenso.

Esta estabilidad se debe a que las inversiones en instrumentos de renta fija son los que concentran el mayor porcentaje del portafolio de inversiones de los seguros de vida, ya que los riesgos están condicionados a la edad del asegurado, es así que las compañías de seguros son los mayores demandantes de bonos en nuevos soles, emitidos tanto por el gobierno como por el sector primario, los cuales tiene por lo general un vencimiento superior a los 15 años.

Además la participación de los recursos líquidos (caja y depósitos bancarios) en el portafolio se ha mantenido relativamente estable con relación al patrimonio total (alrededor del 5%).

Luego de conocer resumidamente la situación de los Inversionistas Institucionales estudiados, procederemos a detallar la cartera administrada por cada uno ellos, a partir de las cuales calcularemos la **demanda por los Bonos Titulizados** en el periodo de estudio.

En primer lugar analizaremos a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) por ser las que muestran una mayor participación dentro de los Inversionistas Institucionales, así como un mayor fondo disponible para inversiones.

Las Cartera Administrada por las AFP están conformadas por Inversiones Locales, Inversiones en el Exterior y Operaciones en Tránsito. Como se observa en la Tabla N° 47, las Inversiones Locales son las que representan una mayor participación en los últimos 10 años, sin embargo la tendencia es decreciente, ya que en el año 2005 la proporción era de 92% para inversión Locales y 8% para Inversiones en el Exterior, mientras que en el año 2014 observamos que la proporción es de 59% para Inversiones Locales y 41% para Inversiones en el Exterior. Este cambio en la composición de la Cartera Administrada por las AFP se explica por el incremento del límite permitido de inversiones en instrumentos emitidos por entidades financieras y no financieras en el exterior, pasando de 10,5% en el 2006 a 42% en el año 2015. Sumándose a estos cambios está que el ritmo de emisiones de deuda por parte del sector privado es insuficiente para cubrir la demanda creciente por parte de las AFP por activos financieros, lo que impulsa a las AFP a mantener saldos en depósitos en el sistema financiero y no financiero nacional.

Tabla N° 47
Cartera Administrada por Instrumento Financiero y AFP
(En miles de nuevos soles)

	Total SPP 2005		Total SPP 2006		Total SPP 2007		Total SPP 2008		Total SPP 2009		Total SPP 2010		Total SPP 2011		Total SPP 2012		Total SPP 2013		Total SPP 2014	
	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%	Monto	%
I. INVERSIONES LOCALES	30 000 707	92%	42 004 273	91%	53 040 611	87%	43 731 932	89%	53 977 127	78%	64 342 995	74%	58 184 840	71%	67 892 108	70%	66 036 805	65%	67 332 869	59%
1. Gobierno	6 214 331	21%	8 785 244	21%	13 435 346	25%	12 451 396	28%	13 820 116	26%	14 085 566	22%	13 914 536	24%	16 936 914	25%	13 726 003	21%	20 262 440	30%
2. Sistema Financiero	6 677 682	22%	8 433 842	20%	9 813 245	19%	11 551 125	26%	11 826 391	22%	16 529 335	26%	14 332 647	25%	16 233 455	24%	22 345 443	34%	16 044 663	24%
3. Empresas no Financieras	14 039 419	47%	20 410 614	49%	26 548 038	50%	16 239 940	37%	23 847 759	44%	27 966 781	43%	23 174 561	40%	25 935 361	38%	20 129 201	30%	19 715 578	29%
4. Administradoras de Fondos	781 777	3%	1 120 595	3%	792 227	1%	1 607 711	4%	1 952 604	4%	2 700 659	4%	2 999 736	5%	3 673 611	5%	4 300 320	7%	5 416 799	8%
5. Sociedades Titulizadoras	2 301 734	8%	3 253 977	8%	2 451 754	5%	1 881 761	4%	2 530 258	5%	3 060 654	5%	3 763 360	6%	5 112 767	8%	5 535 837	8%	5 893 390	9%
<i>Bonos de Titulización (1)</i>	1 758 999	76%	2 504 023	77%	2 451 754	100%	1 881 761	100%	2 530 258	100%	2 997 374	98%	3 273 630	87%	4 270 644	84%	4 583 589	83%	4 861 148	82%
<i>Titulos con Derecho de Participación</i>	521 185	30%	749 954	30%	-	0%	-	0%	-	0%	63 279	2%	489 730	15%	842 123	20%	952 248	21%	1 032 242	21%
II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR	2 508 202	8%	3 915 721	9%	8 015 021	13%	6 358 562	13%	14 812 151	21%	23 001 421	26%	23 436 626	29%	28 192 551	29%	35 780 824	35%	46 953 880	41%
1. Gobierno	645 167	26%	912 078	23%	213 435	3%	1 145 161	18%	809 570	5%	2 156 596	9%	949 241	4%	1 689 121	6%	1 339 952	4%	674 203	1%
2. Sistema Financiero	97 722	4%	90 095	2%	1 150 462	14%	1 627 850	26%	3 709 336	25%	3 522 984	15%	2 737 673	12%	2 615 459	9%	2 851 450	8%	2 257 518	5%
3. Empresas no Financieras	13 861	1%	19 595	1%	140 029	2%	418 158	7%	6 419 237	43%	10 793 881	47%	8 220 460	35%	6 165 286	22%	6 713 417	19%	2 823 041	6%
4. Administradoras de Fondos	1 758 999	70%	2 893 953	74%	6 511 095	81%	3 167 393	50%	3 874 008	26%	6 477 534	28%	11 529 252	49%	17 722 685	63%	24 876 005	70%	41 199 119	88%
5. Sociedades Titulizadoras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50 427	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Bonos de Titulización</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	50 427	-	-	-	-	-	-	-	-	-
III. OPERACIONES EN TRÁNSITO	65 148	0,2%	130 185	0,3%	120 607	0,2%	- 727 632	-1%	294 736	0,4%	- 48 817	-0,1%	259 998	0,3%	287 489	0,3%	- 40 341	0,0%	592 940	0,5%
TOTAL	32 574 057	100%	46 050 178	100%	61 176 239	100%	49 362 861	100%	69 084 014	100%	87 295 599	100%	81 881 463	100%	96 372 148	100%	101 777 287	100%	114 879 689	100%
Fondo de Pensiones	32 218 370	99%	45 547 341	99%	60 529 840	99%	48 866 628	99%	68 393 574	99%	86 391 125	99%	81 051 979	99%	95 430 735	99%	100 815 868	99%	113 838 917	99%
Encaje Legal	355 687	1%	502 837	1%	646 398	1%	496 234	1%	690 440	1%	904 474	1%	829 485	1%	941 413	1%	961 419	1%	1 040 772	1%

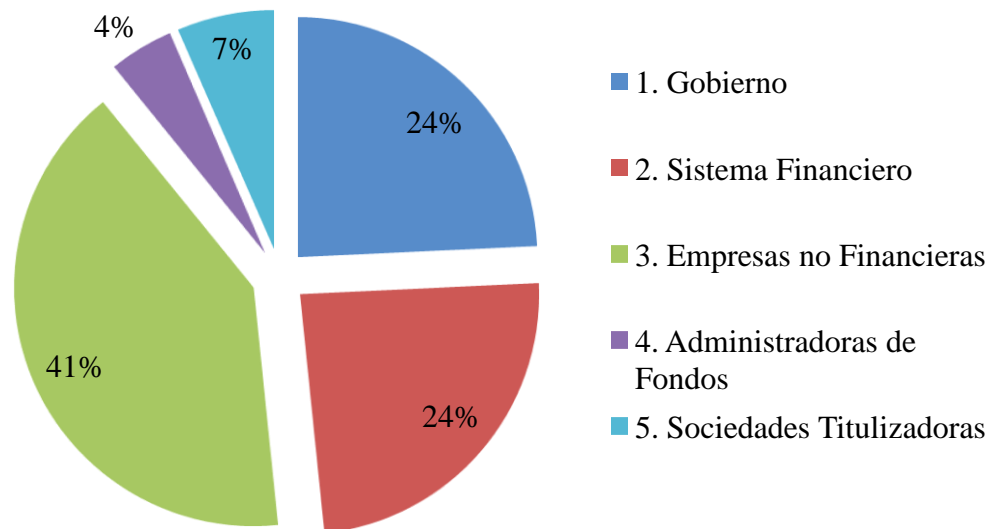
(1) Incluye Bonos de Titulización Hipotecarios.

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las Autoras

Continuando con el análisis de la Cartera Administrada por las AFP, observamos que dentro de las Inversiones Locales, los valores emitidos por el Gobierno representan un 24% en promedio del total de la Cartera; los valores emitidos por el Sistema Financiero un 24% en promedio y los valores emitidos por empresas no Financieras representan un 41%, siendo estas las de mayor participación dentro de la Cartera en los últimos 10 años. Además en menor medida tenemos a los títulos administrados por Sociedades Titulizadoras que representan el 7% en promedio y por último los Certificados de Participación de Administradoras de Fondos que representan un 4%.

Gráfico N° 20
Participación Promedio por emisor local en la Cartera de las AFP

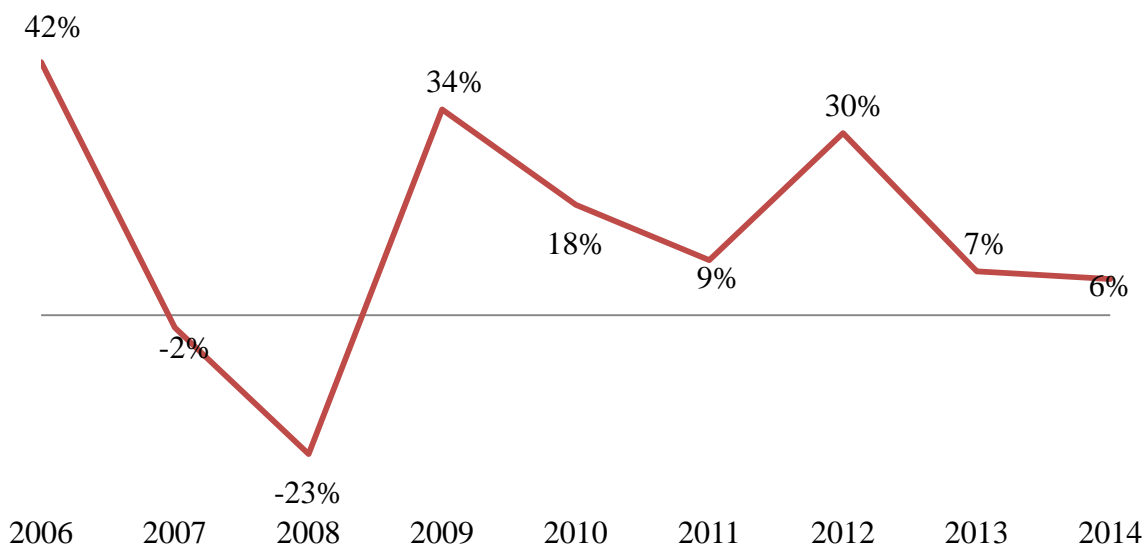


Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP
Elaboración: De la autoras

A pesar de que la inversión en Bonos de titulización ha tenido la segunda menor participación durante el periodo estudiado, observamos en el Gráfico N° 21 que éstas han tenido una crecimiento promedio de 14% en los últimos 10 años. La caída más brusca en la

inversión de Bonos Titulizados se dio en el 2007 debido a que los activos financieros se vieron afectados por el negativo desempeño de la Bolsa de Valores de Lima a consecuencia de la etapa inicial de turbulencia en los mercados financieros internacionales. Esto provocó que los no residentes vendieran sus tenencias de bonos soberanos, lo cual fue aprovechado por las AFP, las cuales prefieren adquirir instrumentos con un mayor plazo de tiempo, ya que ellas tienen escasa necesidad de liquidez en el corto plazo. Los años posteriores han mostrado un crecimiento estable, con dos crecimientos significativos en los años 2009 y 2012, los cuales pueden ser explicados por el movimiento de los mercados financieros, así como la inestabilidad de las economías desarrolladas. Finalmente el monto nominal de Bonos de Titulización en posesión de las AFP al 21 de Agosto del 2015 es de S/. 5, 271,990 miles de nuevos soles.

Gráfico N° 21
Crecimiento de la Inversión en Bonos de Titulización por parte de las AFP



Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP
Elaboración: De la autoras

Siguiendo con el desarrollo de la cartera administrada por cada uno de los inversionistas institucionales, en segundo lugar analizaremos a los Fondos Mutuos. Actualmente los Tipos de Fondos son: Fondos Mutuos de Renta Variable, Fondos Mutuos en Obligaciones, Fondos Mutuos Mixtos, Fondos Mutuos en Estructurados¹⁴ y Fondos de Fondos. Dentro de los cuales observamos que su cartera está compuesta por Depósitos de Ahorro/Plazo, Bonos, Otras Obligaciones y Títulos de Renta Variable.

A partir de la Tabla N° 48 observamos que la inversión en bonos obtuvo la mayor participación de inversión hasta el año 2006 (60,88%) y desde el 2007, la composición de la cartera mostró una tendencia decreciente, explicada por una mayor inversión en títulos de renta variable por el “boom” del mercado bursátil, sin embargo y luego que los índices bursátiles alcanzaran sus máximos en julio de 2007, se produjo un traslado gradual de participantes hacia los fondos mutuos en obligaciones, obteniendo finalmente una cartera con tendencia a mantener un mayor saldo en depósitos de ahorro y plazo, representando el 46,63% del Total del Patrimonio Administrado en el 2008, llegando al 2014 a tener una participación de 79,76% del total del Patrimonio.

¹⁴ Corresponde a los fondos mutuos en los cuales la sociedad administradora asegura el capital invertido y de ser el caso, la obtención de una rentabilidad previamente determinada, bajo las condiciones establecidas en su reglamento interno.

Tabla N° 48
Cartera Administrada por Fondos Mutuos
(En Miles de Nuevos Soles)

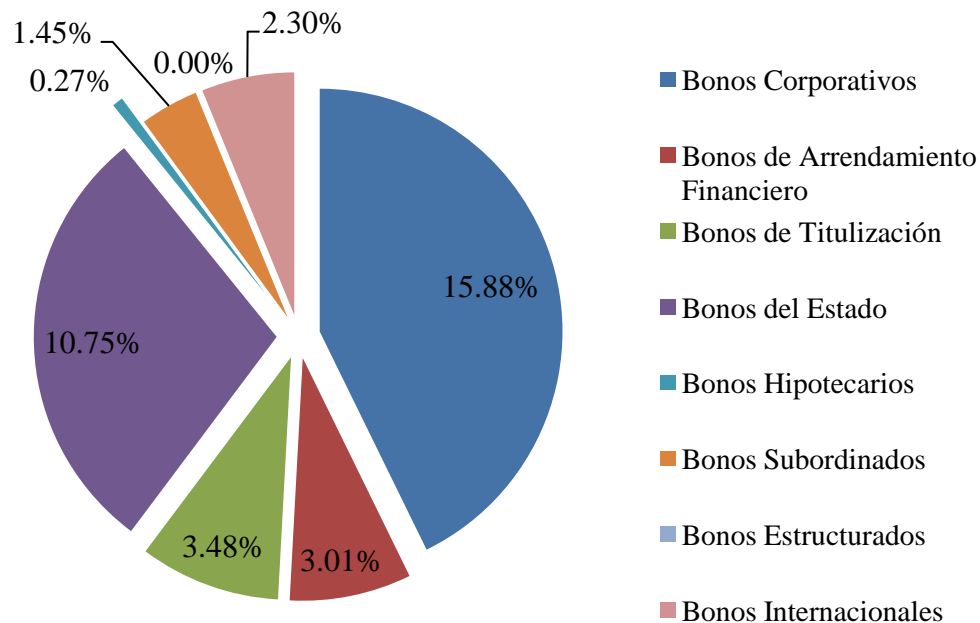
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%	
TOTAL DEPÓSITOS AHORRO / PLAZO	2.225.714	32,45%	2.577.308	31,28%	3.700.980	28,86%	4.076.182	46,63%	6.917.609	49,76%	8.837.322	56,42%	6.903.122	50,93%	9.544.387	53,24%	11.151.976	68,76%	14.819.073	79,76%	
BONOS	Bonos Corporativos	1.665.955	24,29%	2.123.336	25,77%	2.374.383	18,52%	1.886.064	21,58%	1.929.713	13,88%	2.275.301	14,53%	2.057.020	15,18%	2.038.338	11,37%	1.316.249	8,12%	1.041.006	5,60%
	Bonos de Arrendamiento Financiero	335.467	4,89%	427.568	5,19%	478.120	3,73%	603.106	6,90%	501.704	3,61%	388.563	2,48%	224.898	1,66%	166.005	0,93%	87.812	0,54%	40.565	0,22%
	Bonos de Titulización	512.421	7,47%	653.104	7,93%	730.322	5,70%	550.407	6,30%	418.546	3,01%	248.929	1,59%	137.923	1,02%	99.674	0,56%	104.450	0,64%	118.863	0,64%
	Bonos del Estado	1.236.853	18,03%	1.576.426	19,13%	1.762.810	13,75%	407.354	4,66%	2.161.422	15,55%	1.576.450	10,06%	1.570.111	11,58%	1.315.750	7,34%	810.813	5,00%	452.248	2,43%
	Bonos Hipotecarios	42.297	0,62%	53.909	0,65%	60.283	0,47%	34.312	0,39%	31.116	0,22%	28.051	0,18%	14.996	0,11%	7.683	0,04%	3.456	0,02%	825	0,00%
	Bonos Subordinados	140.453	2,05%	179.014	2,17%	200.179	1,56%	176.655	2,02%	215.600	1,55%	223.480	1,43%	204.533	1,51%	162.230	0,90%	141.326	0,87%	80.578	0,43%
	Bonos Estructurados	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	1.128	0,01%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	Bonos Internacionales	2.981	0,04%	3.799	0,05%	4.248	0,03%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	528.235	3,90%	1.330.484	7,42%	1.018.250	6,28%	975.398	5,25%
TOTAL BONOS	3.936.426	57,38%	5.017.156	60,88%	5.610.345	43,76%	3.657.898	41,85%	5.258.101	37,82%	4.740.773	30,27%	4.737.716	34,95%	5.120.164	28,56%	3.482.356	21,47%	2.709.482	14,58%	
OTRAS OBLIGACIONES	Letras Hipotecarias	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	319.907	2,36%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	Inst. de Corto Plazo	249.282	3,63%	212.879	2,58%	376.489	2,94%	62.280	0,71%	117.849	0,85%	35.248	0,23%	67.732	0,50%	87.869	0,49%	103.159	0,64%	77.083	0,41%
	Certificados de Depósito Negociables	236.461	3,45%	223.305	2,71%	971.739	7,58%	360.502	4,12%	586.824	4,22%	251.536	1,61%	777.367	5,73%	2.104.433	11,74%	633.588	3,91%	221.209	1,19%
	Operaciones de Reporte	159.250	2,32%	72.853	0,88%	88.451	0,69%	13.577	0,16%	19.965	0,14%	55.543	0,35%	28.019	0,21%	60.117	0,34%	32.027	0,20%	17.465	0,09%
	Operaciones de Pacto	0	0,00%	6.268	0,08%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	319.907	2,36%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
	Inst. Derivados	601	0,01%	1.150	0,01%	1.036	0,01%	36.329	0,42%	13.559	0,10%	6.769	0,04%	-9.578	-0,07%	-7.975	-0,04%	1.322	0,01%	-34.687	-0,19%
	TOTAL OTRAS OBLIGACIONES	645.593	9,41%	516.455	6,27%	1.437.714	11,21%	472.689	5,41%	738.196	5,31%	349.096	2,23%	1.503.355	11,09%	2.244.445	12,52%	770.096	4,75%	281.069	1,51%
RENTA VARIABLE	Acciones de Capital	38.401	0,56%	100.162	1,22%	1.828.404	14,26%	454.741	5,20%	855.527	6,15%	1.414.780	9,03%	901.707	6,65%	639.484	3,57%	498.482	3,07%	310.758	1,67%
	Acciones de Capital Emitidas en el Exterior	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	270.448	1,51%	221.023	1,36%	243.585	1,31%
	Acciones de Inversión	12.282	0,18%	27.779	0,34%	238.538	1,86%	76.566	0,88%	131.843	0,95%	310.886	1,98%	141.335	1,04%	90.311	0,50%	53.557	0,33%	28.514	0,15%
	Certificados de Suscripción Preferente	0	0,00%	0	0,00%	3.922	0,03%	534	0,01%	145	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	215	0,00%
	Certificados de Part. Fondos de Inversión	1.376	0,02%	1.804	0,02%	1.871	0,01%	2.095	0,02%	0	0,00%	11.161	0,07%	7.840	0,06%	16.896	0,09%	28.938	0,18%	67.374	0,36%
	Cuota de Fondos Mutuos	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	12.902	0,08%	118.912	0,64%
	TOTAL RENTA VARIABLE	52.059	0,76%	129.744	1,57%	2.072.736	16,17%	533.935	6,11%	987.515	7,10%	1.736.827	11,09%	1.050.882	7,75%	1.017.138	5,67%	814.901	5,02%	769.357	4,14%
TOTAL GENERAL	6.859.793	100%	8.240.663	100%	12.821.774	100%	8.740.705	100%	13.901.422	100%	15.664.018	100%	13.555.261	100%	17.926.134	100%	16.219.329	100%	18.578.982	100%	

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las Autoras

Sin embargo es de vital importancia para la investigación estudiar específicamente a los Bonos de Titulización, los cuales según podemos observar en el Gráfico N° 22 que en promedio han representado un 3,48% del Total de la Cartera Asignada a la inversión en Bonos. A pesar de la baja inversión, estos ocupan el tercer lugar, luego de los Bonos Corporativos (15,88%) y los Bonos del Estado (10,75%).

Gráfico N° 22
Participación por Tipo de Bono en la cartera administrada por los Fondos Mutuos

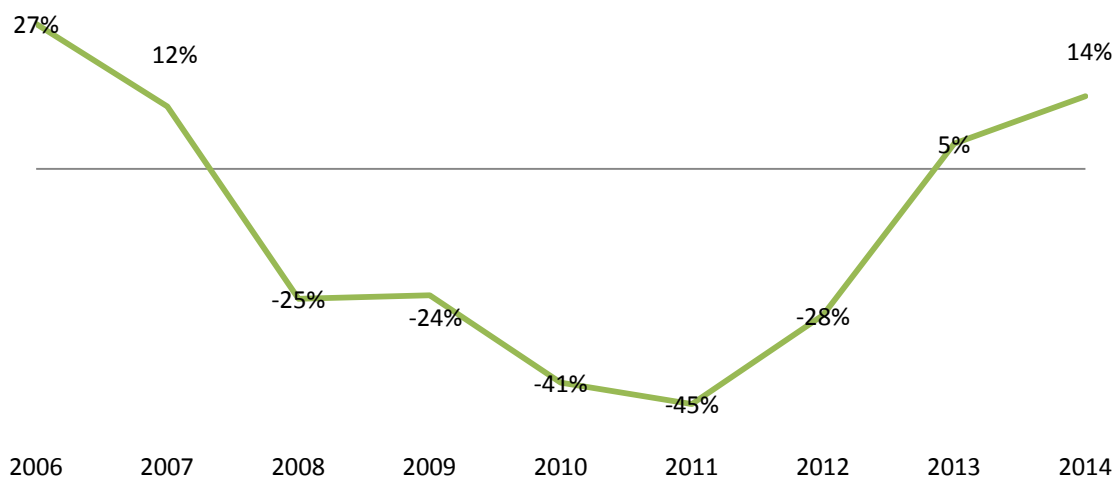


Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

Cabe agregar que los fondos mutuos, a diferencia de las AFP, pueden invertir libremente en cualquier valor que cotice en la Bolsa de Valores de Lima sin necesidad de una autorización previa por parte de un organismo regulador. Ello permite una mayor diversificación de la cartera de los fondos mutuos y una mayor flexibilidad del Comité de Inversiones de cada fondo para adoptar distintas estrategias de inversión o recomponer su portafolio.

Por últimos el Gráfico N° 23 muestra que desde el 2008 la tenencia de Bonos de Titulización por parte de los Fondos Mutuos ha ido disminuyendo, hasta alcanzar un descenso de 45% en el 2011, esto puede ser explicado, como vimos anteriormente a la crisis financiera internacional, lo que provocó un retiro de participantes y que los fondos mutuos tuvieran que vender y liquidar las inversiones para tener la liquidez suficiente para redimir a sus participantes. Sin embargo a partir del 2012 la tendencia por este tipo de Bonos se ha visto favorecida por el ingreso de nuevos participantes y las menores tasas de interés en los depósitos a plazos lo que ha propiciado que el Comité de Inversiones buscarán otras alternativas, entre las cuales se encuentran los Bonos de Titulización.

Gráfico N° 23
Crecimiento de la Inversión en Bonos de Titulización por parte de los Fondos Mutuos



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

Tabla N°49
Cartera Administrada por Compañías de Seguros
(En Miles de Nuevos Soles)

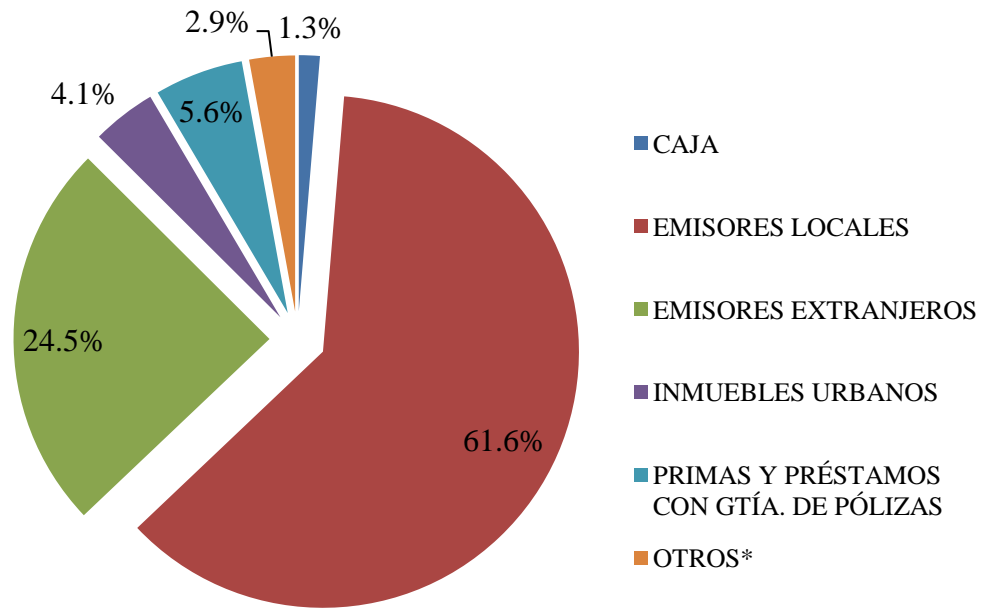
	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
I. CAJA	152 132	2,0%	84 966	1,0%	205 502	2,1%	120 522	1,1%	148 750	1,2%	171 188	1,1%	166 205	1,0%	258 163	1,3%	258 605	1,2%	333 944	1,3%
II. EMISORES LOCALES	4 817 796	61,9%	5 217 382	59,8%	6 169 531	64,5%	7 027 751	62,8%	7 752 577	62,8%	9 510 687	62,6%	10 474 554	60,5%	11 764 811	60,8%	13 634 854	61,3%	15 734 372	59,1%
Gobierno	1 993 806	41,4%	2 392 046	45,8%	2 511 968	40,7%	3 004 047	42,7%	3 110 025	40,1%	3 283 586	34,5%	3 489 670	33,3%	4 122 988	35,0%	4 878 470	35,8%	5 812 195	36,9%
Gobierno Central (Inst. Titulizados)	93 974	2,0%	281 648	5,4%	322 096	5,2%	389 038	5,5%	392 076	5,1%	565 299	5,9%	589 865	5,6%	1 418 973	12,1%	758 413	5,6%	747 176	4,7%
Bancos	977 850	20,3%	989 983	19,0%	1 784 799	28,9%	1 850 034	26,3%	1 724 607	22,2%	2 599 767	27,3%	2 694 950	25,7%	2 622 753	22,3%	3 074 676	22,6%	3 060 476	19,5%
Financieras	30 740	0,6%	33 293	0,6%	41 377	0,7%	-	-	271	0,003%	19 589	0,2%	27 815	0,3%	146 624	1,2%	147 557	1,1%	204 600	1,3%
Arrendamiento Financiero	59 213	1,2%	43 994	0,8%	12 354	0,2%	79 368	1,1%	61 161	0,8%	66 393	0,7%	53 149	0,5%	45 165	0,4%	55 105	0,4%	40 966	0,3%
Sociedades Titulizadoras	143 897	3,0%	103 691	2,0%	109 910	1,8%	106 104	1,5%	77 027	1,0%	79 790	0,8%	100 587	1,0%	178 461	1,5%	417 476	3,1%	940 295	6,0%
Sociedades Adm. Hipotecarias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23 978	0,3%	144 335	1,4%	207 563	1,8%	23 134	0,2%	-	0,0%
Otras empresas Financieras o de Seguros	5 863	0,1%	10 813	0,2%	14 357	0,2%	8 551	0,1%	14 279	0,2%	50 167	0,5%	27 255	0,3%	10 321	0,1%	26 766	0,2%	32 663	0,2%
Fondos Mutuos de Inversión	85 085	1,8%	80 922	1,6%	62 993	1,0%	53 181	0,8%	68 090	0,9%	153 747	1,6%	130 282	1,2%	59 536	0,5%	163 340	1,2%	198 485	1,3%
Holdings	58 311	1,2%	34 399	0,7%	49 521	0,8%	84 834	1,2%	118 931	1,5%	212 566	2,2%	83 095	0,8%	101 173	0,9%	84 961	0,6%	83 469	0,5%
Industria	144 526	3,0%	111 280	2,1%	150 737	2,4%	156 306	2,2%	185 741	2,4%	197 793	2,1%	363 800	3,5%	387 099	3,3%	374 438	2,7%	440 976	2,8%
Inmobiliarias	20 313	0,4%	43 029	0,8%	33 218	0,5%	56 136	0,8%	202 822	2,6%	127 492	1,3%	156 062	1,5%	173 793	1,5%	157 973	1,2%	548 403	3,5%
Míneras	135 883	2,8%	162 033	3,1%	130 457	2,1%	150 019	2,1%	107 891	1,4%	252 596	2,7%	278 017	2,7%	328 435	2,8%	370 757	2,7%	477 072	3,0%
Pesqueras	1 805	0,0%	-	-	-	-	475	0,01%	133 016	1,7%	13 550	0,1%	14 770	0,1%	3 421	0,0%	1 326	0,0%	354	0,0%
Agraria	1 773	0,0%	3 232	0,1%	7 808	0,1%	5 289	0,1%	10 487	0,1%	20 863	0,2%	11 180	0,1%	9 945	0,1%	8 859	0,1%	7 573	0,0%
Servicios Públicos	716 496	14,9%	677 203	13,0%	743 958	12,1%	916 716	13,0%	1 303 580	16,8%	1 676 927	17,6%	1 796 133	17,1%	2 095 177	17,8%	2 477 290	18,2%	2 632 179	16,7%
Sociedade Concesionarias	280 122	5,8%	338 534	6,5%	343 760	5,6%	369 766	5,3%	387 634	5,0%	511 282	5,4%	517 814	4,9%	501 264	4,3%	496 195	3,6%	460 133	2,9%
Diversas	162 112	3,4%	192 929	3,7%	172 312	2,8%	186 924	2,7%	247 015	3,2%	220 601	2,3%	331 369	3,2%	771 093	6,6%	876 532	6,4%	794 533	5,0%
III. EMISORES EXTRANJEROS	2 035 505	26,2%	2 467 796	28,3%	2 128 124	22,3%	2 552 544	22,8%	2 854 394	23,1%	3 462 856	22,8%	4 868 827	28,1%	4 806 713	24,8%	5 141 576	23,1%	6 386 422	24,0%
IV. INMUEBLES URBANOS	315 592	4,1%	358 591	4,1%	417 196	4,4%	529 733	4,7%	466 222	3,8%	434 033	2,9%	558 328	3,2%	696 940	3,6%	1 067 573	4,8%	1 351 748	5,1%
V. PRIMAS Y PRÉSTAMOS CON GTÍA. DE PÓLIZAS	423 929	5,4%	456 073	5,2%	466 796	4,9%	634 802	5,7%	727 321	5,9%	917 968	6,0%	1 009 373	5,8%	1 201 755	6,2%	1 206 809	5,4%	1 441 306	5,4%
VI. OTROS*	34 498	0,4%	146 926	1,7%	172 183	1,8%	326 654	2,9%	396 081	3,2%	699 565	4,6%	248 480	1,4%	634 729	3,3%	937 996	4,2%	1 392 178	5,2%
VII. INVERSIONES APLICADAS TOTALES	7 779 453	100%	8 731 734	100%	9 559 331	100%	11 192 005	100%	12 345 345	100%	15 196 297	100%	17 325 767	100%	19 363 111	100%	22 247 413	100%	26 639 971	100%
VIII. OBLIGACIONES TÉCNICAS	7 459 219		8 351 069		9 098 190		10 949 338		11 642 777		13 998 313		15 884 541		17 850 654		21 334 191		25 189 928	
IX. SUPERÁVIT DE COBERTURA	4,29%		4,56%		5,07%		2,22%		6,03%		8,56%		9,07%		8,47%		4,28%		5,76%	

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las Autoras

Finalmente analizaremos la Cartera Administrada por las Compañías de Seguros, la cual se divide en: Caja, Emisores Locales, Emisores Extranjeros, Inmuebles urbanos, Primas y Préstamos con Garantía de Pólizas y Otros Cartera. A partir del Gráfico N° 24 podemos observar que las emisiones locales son las que representan la mayor participación promedio del Patrimonio Total en los últimos 10 años (61,6%), seguido por las emisiones extranjeras con un 24,5% y un 5,6% en tenencias de caja.

Gráfico N° 24
Participación Promedio de la Cartera Administrada por las Compañías de Seguros



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

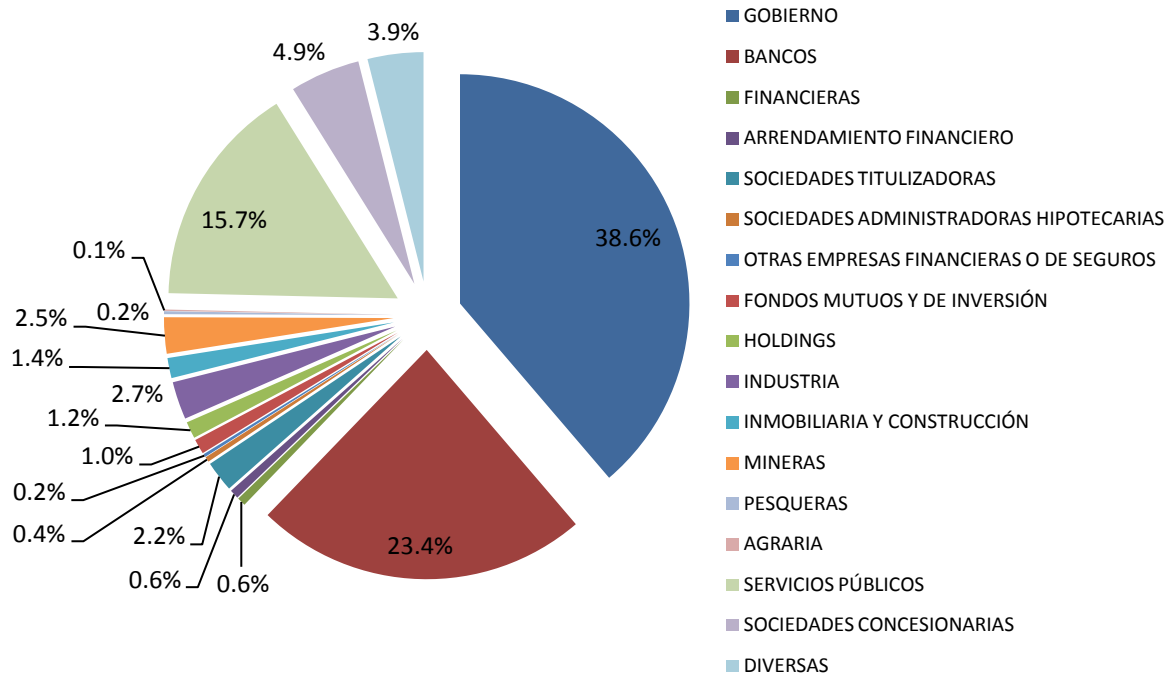
Con relación a la Tabla N° 49 observamos que la composición de la cartera de las Compañías de Seguros en los últimos 10 años ha mantenido un comportamiento estable, a comparación de las Carteras administradas por las AFP y Fondos Mutuos, este hecho puede

ser explicado porque las Compañías de seguros destinan sus recursos a inversiones financieras a plazos de más de un año. A diferencia de los otros Inversionistas Institucionales, la participación de los recursos líquidos (caja y bancos) en el portafolio de las Compañías de seguros se ha reducido en los últimos años a favor de activos de más largo plazo.

Por otro lado los recursos administrados por las Compañías de seguros vienen aumentado sostenidamente gracias a: (i) el crecimiento de los seguros de desgravamen, a raíz del dinamismo de los créditos hipotecarios y vehiculares; (ii) el pago obligatorio de la prima de los seguros relacionados a las rentas de invalidez y sobrevivencia de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones; (iii) la contratación de rentas vitalicias por parte de los afiliados al Sistema Privado de Pensiones al momento de jubilarse; y, (iv) la mayor demanda de las empresas por contratar seguros de riesgos generales.

Si analizamos específicamente la Inversión en Emisiones Locales observamos, que está dividida en: Gobierno, Bancos, Financieras, Arrendamiento Financiero, Sociedades Tituladoras, Sociedad Administradoras Hipotecarias, otras empresas Financieras y de Seguros, Fondos Mutuos y de Inversión, Holdings, Industria, Inmobiliaria y Construcción, Mineras, Pesqueras, Agrarias, Servicios Públicos, Sociedades Concesionarias y Diversas. Dentro de ellas, las que muestran una mayor participación promedio en los últimos 10 años son las emisiones realizadas por el Gobierno (38,6%), seguidas por las Emisiones de valores y Depósitos de Ahorro y a Plazos de Entidades Bancarias con un 23,4% y por último las Emisiones de Empresas que brindan Servicios Públicos con un 15,7% en promedio.

Gráfico N° 25
Participación por emisor en las inversiones locales



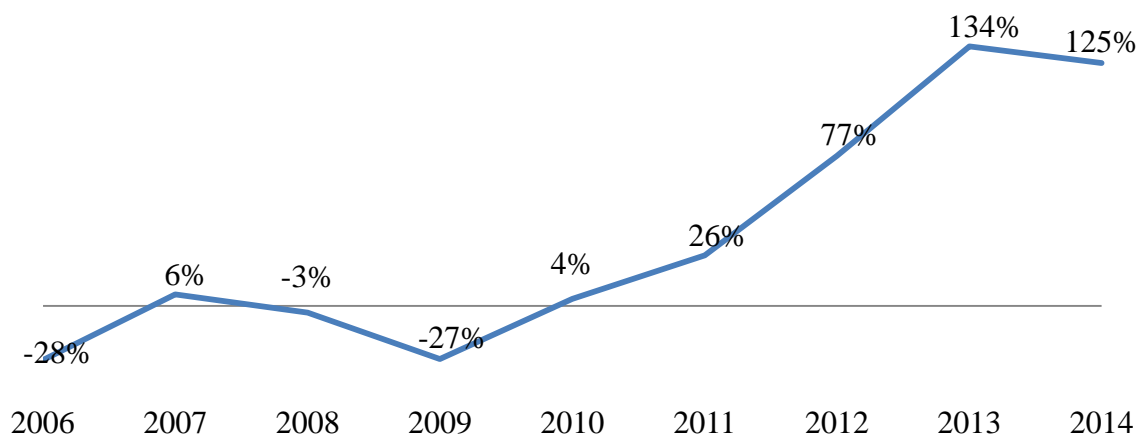
Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

A pesar de que las inversiones en Bonos de Titulización se encuentra en octavo puesto en cuanto a participación, observamos que las Compañías de Seguros han invertido todos los años en este tipo de instrumento, incluso vemos que la cantidad destinada ha mostrado una tendencia creciente desde el año 2009 como lo muestra el Grafico N°26.

Sin embargo se observó una disminución de 27% en el año 2009, la cual puede ser explicada por una disminución de 29,077 miles de nuevos soles en las inversiones en Bonos de Titulización, debido a un cambio en la preferencias de las Compañías de Seguros por los Instrumentos Titulizados por el Gobierno, los cuales crecieron ese año en 3,038 miles de

nuevos soles y cuya tendencia creciente se ha mantenido durante los siguientes años. Este cambio podría tener relación a que por lo general las Compañías de Seguros son los mayores demandantes de bonos en nuevos soles tanto por el Gobierno como por el sector privado, específicamente por los valores con un plazo de vencimiento mayor a los 15 años.

Gráfico N° 26
Crecimiento de la Cartera Administrada por las Compañías de Seguros



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

Terminando con el desarrollo de la cartera administrada por los Inversionistas Institucionales, hemos observado que puede existir una demanda potencial de Bonos de Titulización en los depósitos a plazos que realizan los Inversionistas Institucionales en el Sistema Financiero, ya que para empezar los depósitos a plazos no se consideran como una inversión, sino que sirven para que el dinero no pierda su valor en el tiempo. Por lo tanto, los inversionistas institucionales podrían destinar cierta parte o el total de estas inversiones en Bonos de Titulización.

Tabla N° 50
Monto invertido en Depósitos a Plazos y Certificados por las AFP

	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
Certificados y Depósitos a Plazo (*)	1,996,392	6.13%	2,521,422	5.48%	1,424,762	2.33%	4,042,208	8.19%	1,829,208	2.65%
TOTAL GENERAL	32,574,057	100.00%	46,050,178	100.00%	61,176,239	100.00%	49,362,861	100.00%	69,084,014	100.00%
	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
Certificados y Depósitos a Plazo (*)	5,408,943	6.20%	3,656,015	4.47%	3,806,632	3.95%	12,842,954	12.62%	7,528,814	6.55%
TOTAL GENERAL	87,295,599	100.00%	81,881,463	100.00%	96,372,148	100.00%	101,777,287	100.00%	114,879,689	100.00%

(*) Incluye cuenta corriente.

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

Elaboración: De las Autoras

Tabla N° 51
Monto invertido en Depósitos a Plazos y de Ahorro por los Fondos Mutuos

	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
Total Depósitos Ahorro/Plazo	2,225,714	32.45%	2,577,308	31.28%	3,700,980	28.86%	4,076,182	46.63%	6,917,609	49.76%
TOTAL GENERAL	6,859,793	100.00%	8,240,663	100.00%	12,821,774	100.00%	8,740,705	100.00%	13,901,422	100.00%
	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
Total Depósitos Ahorro/Plazo	8,837,322	56.42%	6,903,122	50.93%	9,544,387	53.24%	11,151,976	68.76%	14,819,073	79.76%
TOTAL GENERAL	15,664,018	100.00%	13,555,261	100.00%	17,926,134	100.00%	16,219,329	100.00%	18,578,982	100.00%

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las Autoras

Tabla N° 52
Monto invertido en Depósitos a Plazos y de Ahorros por las Compañías de Seguros

	2005	%	2006	%	2007	%	2008	%	2009	%
Total Depósitos Ahorro/Plazo	775,617	9.97%	763,020	8.74%	1,214,447	12.70%	1,011,673	9.04%	564,875	4.58%
TOTAL GENERAL	7,779,453		8,731,734		9,559,331		11,192,005		12,345,345	
	2010	%	2011	%	2012	%	2013	%	2014	%
Total Depósitos Ahorro/Plazo	1,113,502	7.33%	984,253	5.68%	911,740	4.71%	1,123,535	5.05%	912,843	3.43%
TOTAL GENERAL	15,196,297		17,325,767		19,363,111		22,247,413		26,639,971	

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las Autoras

Es así que como se observa en la Tabla N° 50, en el caso de las AFP en promedio destinaron el 7% del total de su cartera administrada en Certificados y Depósitos a plazos en el periodo de estudio, habiendo al 21 de Agosto del 2015 una demanda potencial de S/.12, 474,167 miles de nuevos soles que podrían ser destinados en inversiones en Bonos de Titulización. Cabe indicar que depósitos de ahorro no son un vehículo adecuado de inversión para las AFP, debido a que no calzan con el tipo, el plazo, ni la rentabilidad que deben tener los activos en los cuales deben invertir.

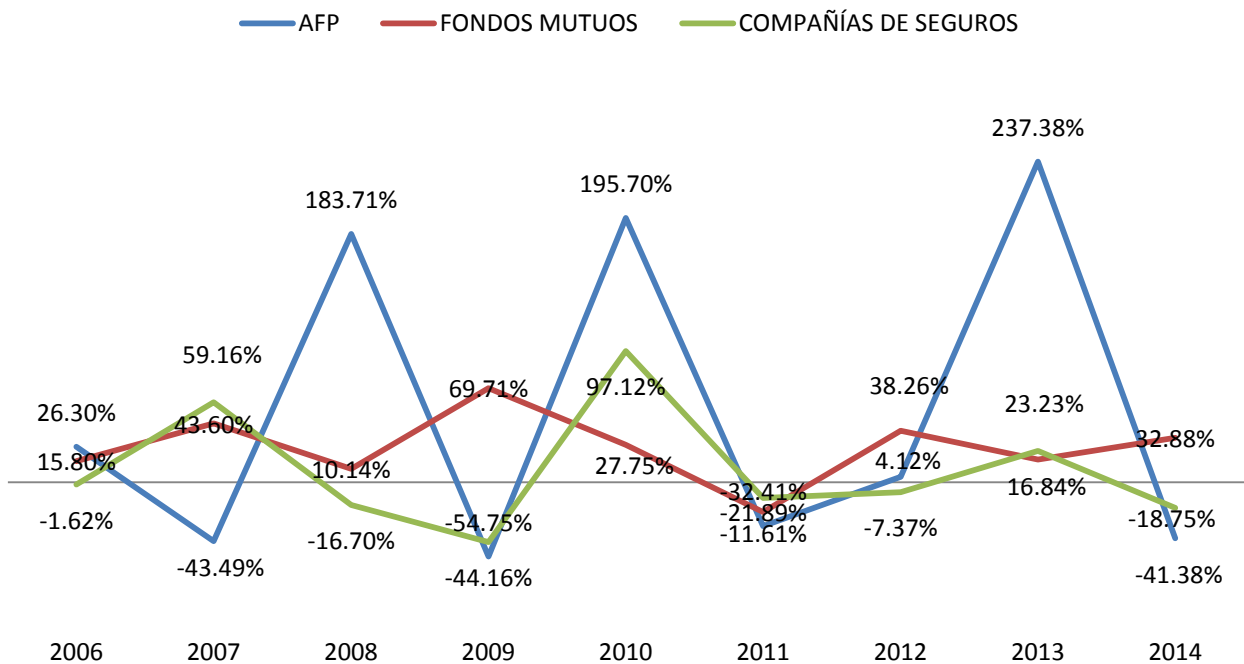
En el caso de Fondos Mutuos, tal como podemos observar en la Tabla N° 51, se destinó en promedio el 49.81% del total del patrimonio administrado en Depósitos a plazos, habiendo al 2014 S/.14, 819,073 miles de nuevos soles de demanda potencial. Y por último en el caso de las Compañías de Seguros, como lo muestra la Tabla N° 52 estas destinaron en promedio el 7.12% del total de su cartera en Depósitos a plazos, habiendo invertido al 2014 S/. 912,843 miles de nuevos soles.

Es así que al 2014, son 23, 262, 744 miles de nuevos soles el monto total que los Inversionistas Institucionales han destinado a los depósitos a plazo y de ahorro, los cuales pueden ser destinados a la compra de Bonos de Titulización siempre y cuando el número de emisiones aumente en los próximos años.

Por último observamos en el Gráfico N° 27 que el crecimiento de la inversión en depósitos a plazos y ahorro de los Inversionistas Institucionales ha tenido un comportamiento sumamente fluctuante, en especial los depósitos realizados por las AFP en el Sistema Bancario y No Bancario, llegando a tener un crecimiento de 237% en el año 2013. Creemos que estos cambios tan bruscos se deben a que los depósitos en el Sistema bancario son el bien más líquido que tienen los Inversionistas Institucionales

dentro de su cartera después del dinero que mantiene en caja, por lo tanto se convierten en su resguardo en momentos de inestabilidad financiera, lo que les permite cumplir con las obligaciones que mantienen con sus clientes, pensionistas y participantes.

Gráfico N° 27
Crecimiento de la inversión en depósitos de ahorro/a plazos por los Inversionistas Institucionales



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

En conclusión, observamos que sí existe una demanda por Bonos de Titulización por parte de los Inversionistas Institucionales, así como una demanda potencial, la cual no ha sido aprovechada debido al reducido número de emisiones en el Mercado de Valores Peruano, lo que ha provocado que los Inversionistas Institucionales opten por mantener cierta parte de su Patrimonio Administrado en los depósitos bancarios y no bancarios, los cuales financieramente no se consideran como una inversión, ya que su única finalidad es preservar el valor del dinero en el tiempo.

Este dato es de vital importancia para nuestra investigación, ya que demuestra que si más empresarios Arequipeños optan por obtener financiamiento a través del Mercado de Valores, y más específicamente a través de la emisión de Bonos de Titulización, aumentaría la oferta de valores, los cuales podrían ser cubiertos por el exceso de demanda que presentan los Inversionistas Institucionales, los cuales continúan aumentando su Cartera Administrada, como ha sido demostrado en líneas anteriores.

Las autoras de esta tesis esperan que la misma contribuya a futuras investigaciones y que se logre apreciar las posibilidades que este instrumento financiero puede brindar a las grandes empresas peruanas en especial las arequipeñas.

Los resultados de la investigación han demostrado que existe una falta de conocimiento relacionado a instrumentos financieros diferentes a los otorgados por el sistema bancario, ya que son muy pocas las grandes empresas que ya han optado por obtener financiamiento de manera directa. Por esta razón, el aporte que brinda esta investigación es demostrar que la titulización de Activos brinda una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas arequipeñas al brindar tasas de interés menores o similares que las que pagan actualmente al sistema bancario.

Así mismo los datos obtenidos pueden ser de utilidad para los agentes participantes y reguladores en su afán de incrementar no solo el número de participantes sino el monto negociado, haciendo que el Mercado de Valores nacional sea más profundo y pueda consolidarse como otra alternativa de financiamiento e inversión de la economía.

2.7. DEMOSTRACIÓN DE LA HIPÓTESIS

En el siguiente punto presentaremos los resultados puntuales que nos permitirán aceptar la hipótesis planteada, la cual es la siguiente:

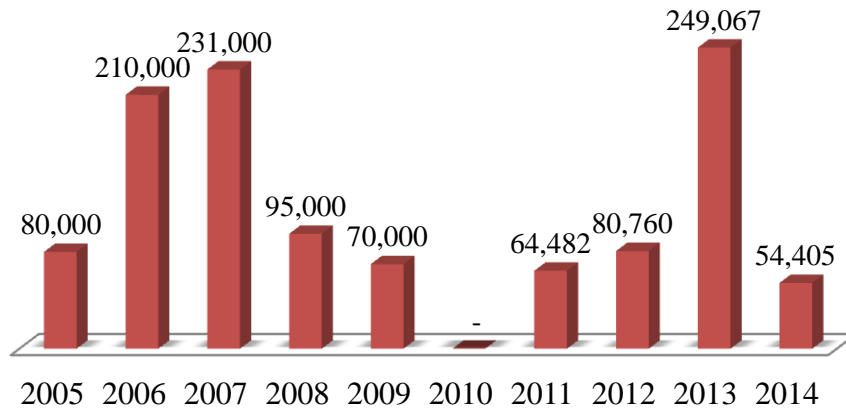
Dado que: La Titulización de Activos brinda a las empresas la posibilidad de optimizar el uso de sus activos al convertirlos en valores mobiliarios, impulsando a que los Bonos de Titulización muestren una participación constante en el Mercado de Valores en los últimos 10 años.

Es probable que: Represente una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas en la Ciudad de Arequipa al obtener tasas de interés más competitivas.

Para demostrar que efectivamente existe una participación constante de los Bonos de Titulización en el Mercado de Valores peruanos, recurriremos a los Gráficos N° 28 y N° 29, los cuales son un reflejo de lo expuesto en el Capítulo 1, específicamente de los Cuadros N°15 y N° 16, los cuales muestran la Participación por tipo de bono de la colocación total anual en moneda nacional y extranjera durante el periodo 2005-2014.

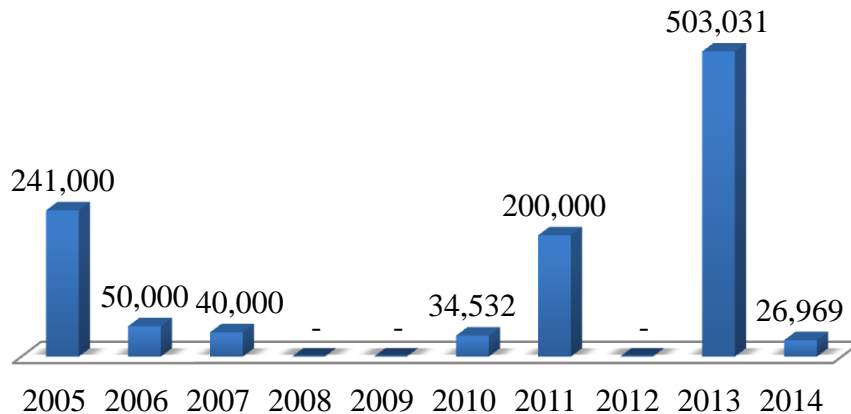
En ellos observamos que independientemente de la moneda, se han realizado al menos una colocación en todos los años estudiados, incluso en los años donde se acentuó la crisis financiera internacional y afectó al Mercado de Valores peruano al provocar una alta volatilidad del precio de los valores y de las expectativas de los inversionistas.

Gráfico N° 28
Monto Colocado de Bonos de Titulización
(Miles de Nuevos Soles)



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

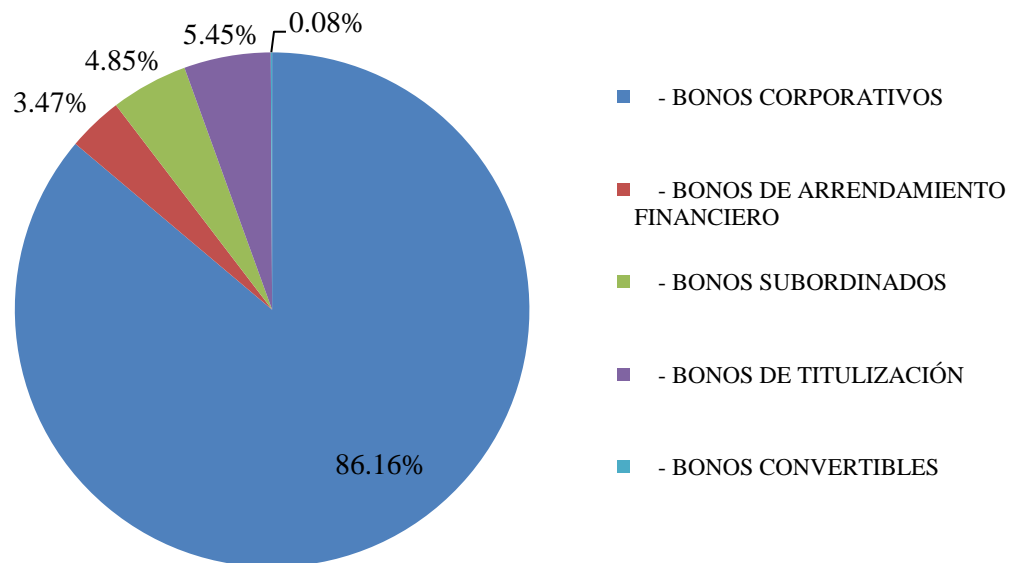
Gráfico N° 29
Monto Colocado de Bonos de Titulización
(Miles de Dólares)



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

Tal como se puede observar en el Gráfico N° 30, la mayor participación promedio respecto al total de colocaciones corresponde a los Bonos Coporativos denominados en moneda nacional, seguido de los Bonos de Titulización con un 5,45% de participación promedio.

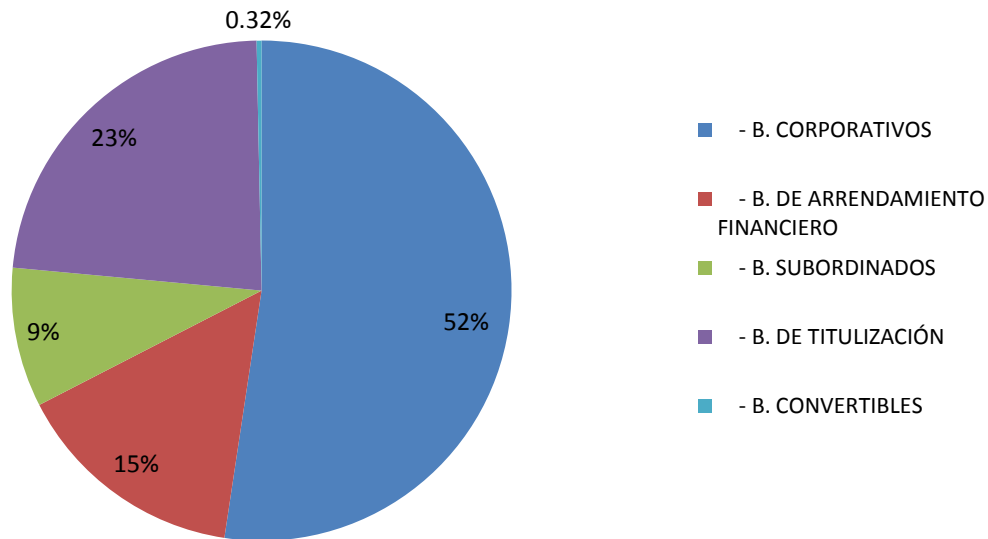
Gráfico N° 30
Participación promedio por tipo de Bono denominado en Moneda Nacional Periodo 2005 - 2015



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

En cuanto a la participación promedio de los tipos de bonos denominados en moneda extranjera reflejado en el Gráfico N° 31, observamos que la figura es similar, ya que la participación de los Bonos Corporativos con respecto al total de colocaciones continúa siendo la más alta en el periodo estudiado, alcanzando el 52%; a su vez los Bonos de Titulización también ocupan el segundo lugar con un 23% de participación promedio en los último 10 años.

Grafico N° 31
Participación promedio por tipo de Bono denominado en Moneda Extranjera Periodo 2005 - 2015



Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores
Elaboración: De la autoras

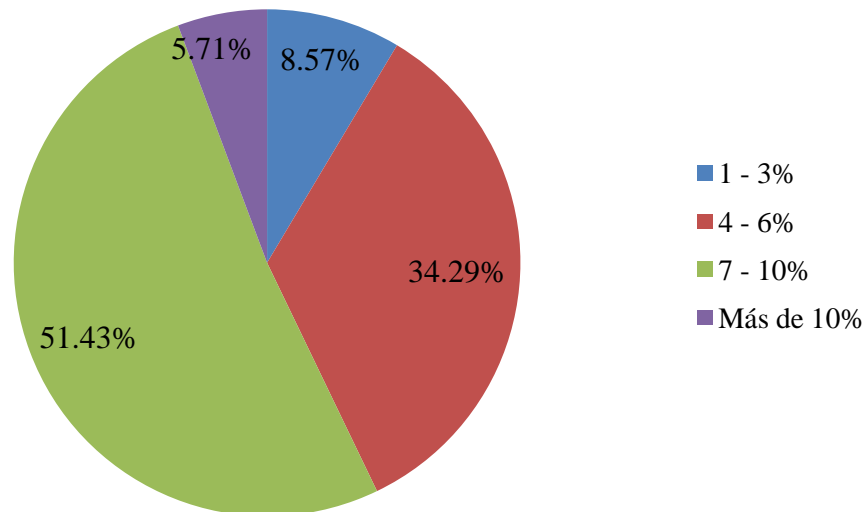
Al haber demostrado que los Bonos de Titulización han mostrado una participación constante en el Mercado de Valores durante los años estudiados, procederemos a demostrar a través de datos puntuales la oportunidad que este tipo de instrumento financiero puede generar en las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa.

Como primer punto recurrimos a los resultados de la encuesta realizada a 35 grandes empresas Arequipeñas, presentado en los puntos anteriores del presente capítulo.

El primer hecho de importancia que constatamos a través de las encuestas fue que el factor más importante para las grandes empresas Arequipeñas al momento de escoger una fuente de financiamiento es el costo financiero, como se mostró en el Gráfico N° 9. A partir de este resultado confirmamos que el costo financiero es el factor que nos servirá para demostrar si en efecto la Titulización de Activos es una oportunidad de

financiamiento para estas empresas. De esta manera, los resultados mostraron también que un 51,43% de las empresas encuestadas pagan una tasa de interés entre el 7% y 10%, como se observa en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 32
¿Cuál es el promedio de la Tasa de Interés que paga por sus créditos obtenidos?



Fuente: Encuesta
Elaboración: De la autoras

Así mismo el 74, 29% del total de encuestados respondió que el financiamiento que obtenían eran a Largo Plazo, siendo los más representativos los financiamientos a plazos de 3 y 5 años. Por otro lado, logramos obtener la cantidad de grandes empresas dispuestas a ingresar al Mercado de Valores, obteniendo con éxito un 62,86% de encuestados que respondieron que Sí estaban interesados en ingresar a este mercado, si bien la mayoría alegó que aún no era el momento propicio ya que era necesaria una reestructuración de la empresa para cumplir con los estándares establecidos, todos lo consideran como una opción para el futuro.

Ahora bien, los datos de mayor interés para esta investigación son los relacionados a la Titulización de Activos; gracias a la utilización de encuestas pudimos determinar que este instrumento financiero era poco conocido entre los ejecutivos de las empresas encuestadas, sin embargo sí obtuvimos respuestas positivas sobre si lo utilizarían en el futuro, representando un 71,43%. Así mismo la siguiente Tabla muestra que de las 22 empresas que respondieron que si ingresarían al Mercado de Valores (incluidas las que actualmente listan en bolsa), son 18 las interesadas en obtener financiamiento mediante la Titulización de Activos; es decir un 82% de las empresas interesadas en ingresar al Mercado de Valores consideran a la Titulización de Activos como un nuevo instrumento para obtener financiamiento.

Tabla N° 53
Cantidad de empresas interesadas en ingresar al Mercado de Valores y utilizar la Titulización de Activos

		¿Estaría Ud. interesado en obtener financiamiento a través del Mercado de Valores?		
		Si	No	Total
Tomando en cuenta la información brindada, ¿Estaría Ud. interesado en obtener financiamiento a través de este instrumento?	Si	18	7	25
	No	4	6	10
	Total	22	13	35

Fuente: Encuesta

Elaboración: De las autoras

Por otro lado, la información recolectada nos permitió observar que la mayor cantidad de empresas que utilizarían al Mercado de Valores y titularían sus activos (14 empresas) obtienen una tasa de interés del sistema bancario entre los rangos de 7% y 10%, como se observa en la Tabla N° 54.

Gracias a este resultado concluimos que las empresas que pagan una tasa de interés entre el 7% y 10% serían las más interesadas en aprovechar la oportunidad de financiamiento que les pueda otorgar la Titulización de Activos.

Tabla N° 54
Cantidad de empresas interesadas en utilizar la Titulización de Activos
según la tasa promedio que pagan por sus créditos

		¿Estaría Ud. interesado en obtener financiamiento a través de este instrumento?		
		Si	No	Total
¿Cuál es el promedio de la Tasa de Interés que paga por sus créditos obtenidos?	1 - 3%	1	2	3
	4 - 6%	8	4	12
	7 - 10%	14	4	18
	Más de 10%	2	0	2
	Total	25	10	35

Fuente: Encuesta

Elaboración: De las autoras

Luego de conocer las respuestas de las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa, creemos necesario para determinar si la Titulización de Activos brinda o no una oportunidad de financiamiento, comparar los resultados antes presentados con los datos históricos de bonos de titulización obtenidos, y posteriormente, con la finalidad de reforzar dicho resultado, comparar estos últimos con otros instrumentos financieros, tales como los créditos bancarios y los Bonos Corporativos.

Con ese objetivo desarrollamos el Gráfico N° 33, que nos muestra que la tasa de colocación promedio de los bonos de titulización denominados en nuevos soles y colocados en los últimos 5 años se sitúa dentro del rango con mayor voto en la encuesta realizada, incluso si consideramos que durante estos años solo se efectuó una colocación, por lo que las tasas presentadas reflejan el riesgo de esa única operación de titulización.

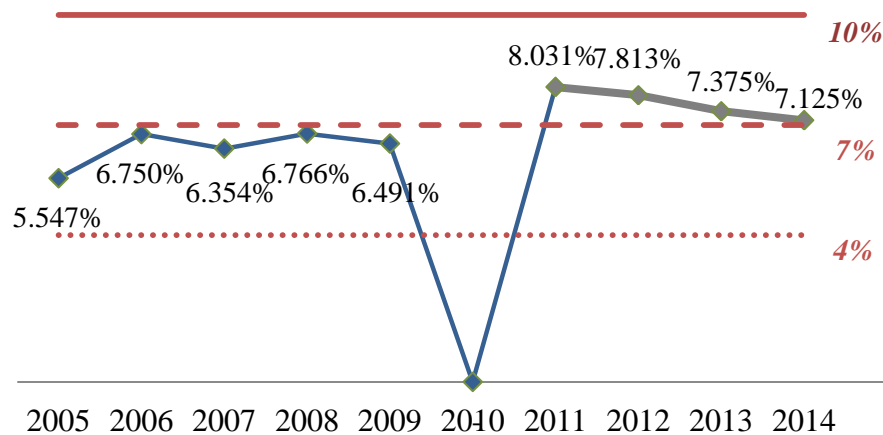
Por otro lado, en los primeros 5 años de esta investigación, las tasas de colocación promedio se encuentran muy por debajo del rango con mayor cantidad de resultados, llegando a ser 5,54% en el 2005, situándose así dentro del rango de tasas de interés

entre el 4% y 6% que fue la segunda opción con mayor cantidad de votos y que se encuentra representado principalmente por las empresas corporativas de Arequipa.

Estos resultados amplían la cantidad de empresas que podrían estar interesadas en utilizar la Titulización de Activos y por lo tanto aprovechar la Oportunidad de Financiamiento que este les brinda no solo a las empresas que pagan tasas de interés entre el 7% y 10%, sino también las que pagan una tasa entre el 4% y 6%. Incluso si nos remitimos a los cuadros que describen las colocaciones efectuadas entre los años 2005 y 2014 presentados en el Capítulo 1, veremos que la menor tasa obtenida por un Bono de Titulización fue de 3,84% la cual corresponde a Abengoa Transmisión Norte.

De esta manera podemos concluir que la mayoría de empresas encuestadas podrían obtener una tasa de colocación ventajosa al optar por Titulizar sus activos, siempre y cuando estos sean de buena calidad y el proceso se efectúe correctamente.

Gráfico N°33
Tasas de Colocación Promedio en comparación con Tasa de Interés Promedio pagada por Empresas Arequipeñas



Elaboración: De las autoras

A fin de complementar el resultado anterior, procedimos a comparar las tasas de colocación promedio en moneda nacional y extranjera obtenida por los Bonos de Titulización mediante Oferta Pública Primaria, con la tasa activa en moneda nacional y extranjera otorgada por las entidades bancarias a las grandes empresas a nivel nacional. Esta información la podemos observar en la Tabla N° 38 del presente capítulo.

Los resultados obtenidos fueron favorables ya que se demostró que las empresas al llevar a cabo un proceso de titulización obtuvieron tasas similares a las otorgadas por el sistema bancario, incluso en ocasiones esta llegó a ser menor a pesar de que, como se mencionó anteriormente, los datos corresponden a una única colocación. Por otro lado, si se realiza una comparación más exhaustiva veremos que las tasas de interés otorgadas por el sistema bancario varían constantemente debido a la coyuntura económica y financiera que atraviesa nuestro país en determinados momentos y por la entidad financiera que se escoja. Por ejemplo en el año 2011 la empresa Aventura Plaza fue la originadora de los Bonos de Titulización emitidos por Scotia Sociedad Titulizadora, colocando bonos por un monto de 64,48 millones de nuevos soles a una tasa de 8,0313%, mientras que la Tasa Activa promedio cobrada por los bancos el día que se llevó a cabo la colocación de sus Bonos de Titulización fue de 8,59% según los datos históricos presentados por la SBS. Lo que nos permite demostrar que incluso para Aventura Plaza, que obtuvo una de las tasa más altas observadas en el periodo estudiado, la titulización de Activos representó una mejor opción que el Sistema Bancario en ese momento. Esta diferencia es mayor dependiendo del banco, ya que ese día el Banco de Crédito del Perú (BCP) ofreció una tasa de 8,98%, el BBVA una tasa

de 8,63% y el Scotiabank, que fue el originador de estos Bonos, ofreció una tasa de 8,25%, todas ellas por encima de la tasa de colocación obtenida por Aventura Plaza.

Ahora bien, la situación de la tasa de colocación promedio en moneda extranjera es aún más favorecedora, ya que en los últimos 5 años estudiados la Tasa Activa en moneda extranjera (TAMEX) pagada por las grandes empresas al sistema bancario ha sido mayor que la Tasa de Colocación Promedio en moneda extranjera, incluso esta llegó a ser menor que la TAMEX pagada por los créditos corporativos en los años 2011 y 2014.

Finalmente, el resultado de la comparación de la tasa de colocación promedio obtenida por los Bonos de Titulización con los resultados de la encuesta, así como la comparación de ésta con la TAMN y TAMEX del Sistema bancario nos permite aceptar parcialmente la hipótesis planteada, ya que en ambas ocasiones se ha demostrado que la Titulización de Activos puede brindar una tasa similar o menor a la otorgada por el Sistema Bancario tanto a nivel regional como nacional, representando así que el Mercado de Valores y más específicamente la emisión de títulos mediante la Titulización de Activos sería una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas Arequipeñas que opten por este instrumento financiero.

Para poder aceptar completamente la hipótesis planteada creímos necesario comparar las tasas obtenidas por la colocación de Bonos de Titulización con aquellas obtenidas por los Bonos Corporativos, que como vimos anteriormente, no solo son el tipo de bono más utilizado por las empresas en el Mercado de Renta fija, sino que sus características son muy similares al Bono de Titulización, incluso presentan una estructuración más sencilla, razón por la cual creemos que serían la opción más elegible

por las grandes empresas Arequipeñas que decidan ingresar al Mercado de Valores y emitir títulos de renta fija.

La comparación nos sirvió para demostrar lo planteado teóricamente en el Capítulo 1, que fue concisamente que una operación de titulización de activos permitiría a la empresa originadora obtener una tasa de interés menor al aislar los activos de su balance general, eliminando de esta manera el riesgo de insolvencia. En consecuencia, los activos transferidos garantizarán la emisión de los bonos de titulización, los cuales le conferirán al tenedor el derecho de cobro sobre estos activos.

Para demostrar lo antes planteado decidimos comparar las emisiones de Bonos de Titulización y Bonos Corporativos efectuadas por la misma empresa o una del mismo rubro, presentando en la Tabla N° 55 aquellas que tienen el mismo plazo de tiempo y que consideramos como las más representativas.

Tabla N° 55
Comparación Tasa de Colocación de Bonos de Titulización y Bonos Corporativos

AÑOS	BONOS DE TITULIZACIÓN			BONOS CORPORATIVOS		
	EMISOR / MES	PLAZO AÑOS / DIAS	TASA DE COLOCACIÓN	EMISOR / MES	PLAZO AÑOS / DIAS	TASA DE COLOCACIÓN
2005	Financiera CMR S.A.	3 años	5,5630%	Corporación Financiera Internacional IFC	3 años	6,2700%
	Continental Bolsa SAB S.A.	5 años	5,8467%	Banco de Crédito del Perú	5 años	6,6880%
	Hunt Oil Company of Peru	5 años	5,5298%	Duke Energy Egenor En C. Por A.	5 años	6,5000%
2006	Continental Bolsa SAB S.A.	5 años 5 meses	6,6850%	BBVA Banco Continental	5 años	7,3750%
2007	Supermercados Peruanos S.A.	5 años 6 meses	6,0625%	Supermercados Peruanos S.A.	6 años 6 meses	8,0400%
2008	Financiera CMR S.A.	3 años	5,8125%	Edyficar	3 años	7,0000%
2009	Financiera CMR S.A.	5 años	5,5625%	Banco de Crédito del Perú	5 años	6,8750%
2011	Hunt Oil Company of Peru	14 años 2 meses	4,2733%	Duke Energy Egenor En C. Por A.	15 años	6,3750%
2013	Abengoa Transmisión Norte S.A. (ATN)	5 años	3,8438%	Red de Energía del Perú S.A.	5 años	4,6250%

Fuente: Superintendencia del Mercado de Valores

Elaboración: De las Autoras

La cantidad de coincidencias es muy reducida debido a la poca cantidad de emisiones de bonos de titulización, sin embargo creemos que los ejemplos presentados en la Tabla

N° 55 nos permite demostrar que los bonos de titulización obtuvieron una menor tasa de colocación que la obtenida por los bonos corporativos.

Uno de los casos que creemos más relevantes es el presentado por Financiera CMR, el cual titulizó las cuentas por cobrar provenientes de su tarjeta CMR en las tres ocasiones presentadas, obteniendo en todas ellas una tasas de colocación menor, incluso si los comparamos con el Banco de Crédito del Perú en el año 2009, a pesar de que este es el banco más grande del Perú.

La única empresa que emitió ambos tipos de bonos en el mismo año y con un periodo de tiempo similar fue Supermercados Peruanos en el 2007, y como se puede observar en la tabla, la diferencia de tasas fue de 198 puntos básicos a pesar de que se titulizaron los flujos futuros provenientes de las ventas efectuadas a través de visanet y expressnet. Por último creemos necesario resaltar el caso de Hunt Oil Company of Perú (HOCP) con Duke Energy Egenor, ambas empresas se encuentran dentro del rubro energético, y emitieron Bonos de Titulización y Bonos Corporativos respectivamente en los años 2005 y 2011. Como se puede observar en la Tabla N° 55 tanto en el año 2005 como en el 2011 HOCP obtuvo una tasa menor que la obtenida por Duke Energy. Lo relevante de este caso es que en el 2011 HOCP obtuvo una tasa de colocación menor que la obtenida por su emisión realizada en el 2005 a pesar de que el plazo de tiempo de los bonos fue mucho mayor, sin embargo la situación no se repite en el caso de Duke Energy, donde la tasa que obtuvo en el 2011 es mayor que la obtenida en el 2005 a un plazo de tiempo similar a los Bonos de titulización de HOCP. Esta diferencia muestra la ventaja que puede obtener la empresa emisora al usar la titulización de activos como fuente de financiamiento.

De esta manera demostramos que la Titulización de Activos también puede ser una mejor opción que los Bonos Corporativos, lo que nos permite aceptar la hipótesis planteada, ya que si la estructuración del proceso de Titulización se realiza de manera correcta, esta si podría ser una Oportunidad de Financiamiento para las grandes empresas arequipeñas, al obtener una tasa de interés menor que otros instrumentos en el mercado financiero.

Ahora bien, como se detalló en el Capítulo 1, son muchos los pasos necesarios para llevar a cabo un proceso de Titulización, por lo que vimos necesario detallar cada uno de estos y determinar los costos implicados, para así determinar la tasa efectiva anual de financiamiento.

De manera que se desarrolló la Tabla N° 40, la cual detalla los gastos de un proceso de Titulización, los cuales se pueden dividir en 3, siendo estos: Gastos de preparación de emisión, Gastos para efectuar una Oferta Pública Primaria y el Gasto anual de mantenimiento de la emisión. La finalidad de la Tabla N°56 es mostrar el porcentaje que representa el costo total de emisión y el costo de mantenimiento del monto de emisión y su comportamiento al realizarse un aumento; para ello elegimos 4 escalas, las cuales son presentadas a continuación:

Tabla N° 56
Costo de Emisión de Bonos de Titulización en el Mercado Peruano de
Capitales (En US\$)

Supuestos		Escala 1	Escala 2	Escala 3	Escala 4
		5.000.000	10.000.000	15.000.000	20.000.000
Costos Totales	Costo total de efectuar la emisión	132.122	141.497	150.872	160.247
	(En % de la emisión)	2,64%	1,41%	1,01%	0,80%
	Gasto anual de mantenimiento de la emisión	83.750	95.300	106.850	119.600
	(En % de la emisión)	1,68%	0,95%	0,71%	0,60%

Fuente: Banco Central de Reserva, SM V, BVL, Cavali, etc.

Elaboración: De las autoras

En el caso de los costos de emisión, si pasamos de una emisión de 5 millones a una 10 millones estos costos disminuyen en 9 375 dólares o 1,23 puntos porcentuales, llegando a ser 0,80% en el caso hipotético que se emitan bonos de titulización por 20 millones de dólares.

La misma situación se observa en el caso de los costos de mantenimiento, disminuyendo 35,850 dólares si se escoge emitir bonos de titulización por un monto total de 20 millones de dólares en vez de 5 millones. Esta disminución es explicada por el alto componente de costos fijos lo que genera economías de escala, haciendo que los costos disminuyan cada vez que se aumenta el monto de emisión.

Tabla N° 57
Estimación del impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento de una emisión de Bonos de Titulización

Escala de emisión	Tasa de interés 1/	Costo efectivo 2/
US\$ 5 MM	7.00%	9,45%
US\$ 10 MM	7.00%	8,40%
US\$ 15 MM	7.00%	8,05%
US\$ 20 MM	7.00%	7,88%

1/Tasa de interés cupón. Se asumen que los bonos son colocados a la par

2/Tasa de costos efectivo anual de la emisión

Elaboración: De las Autoras

Ahora bien si tomamos como tasa cupón la tasa de interés más pagada según las encuestas realizadas a las grandes empresas Arequipeñas, observaremos en la Tabla N° 57 que el impacto de los costos de emisión y mantenimiento en la tasa efectiva anual de financiamiento en una emisión de bonos de titulización por un monto de 5 millones es de 245 puntos básicos, mientras que en el caso de una emisión de 20 millones el impacto es mucho menor, siendo este de 88 punto básicos.

Definitivamente en el caso de una emisión de 5 millones el costo efectivo anual resulta excesivo, pero como vimos en puntos anteriores del presente capítulo, la mayoría de los costos de estructuración solo se efectúan en la primera emisión de valores, ya que en emisiones posteriores la empresa originadora ya se encuentra preparada para afrontar los requerimientos del Mercado de Valores, y su poder de negociación con los agentes participantes es mayor. Así mismo, en caso el proceso se estructure de manera correcta y los pagos a los inversionistas sean puntuales, la percepción del riesgo podría disminuir, logrando así efectuar posteriores colocaciones a tasas mucho menores, tal como se vio en los datos históricos presentados en el Capítulo 1.

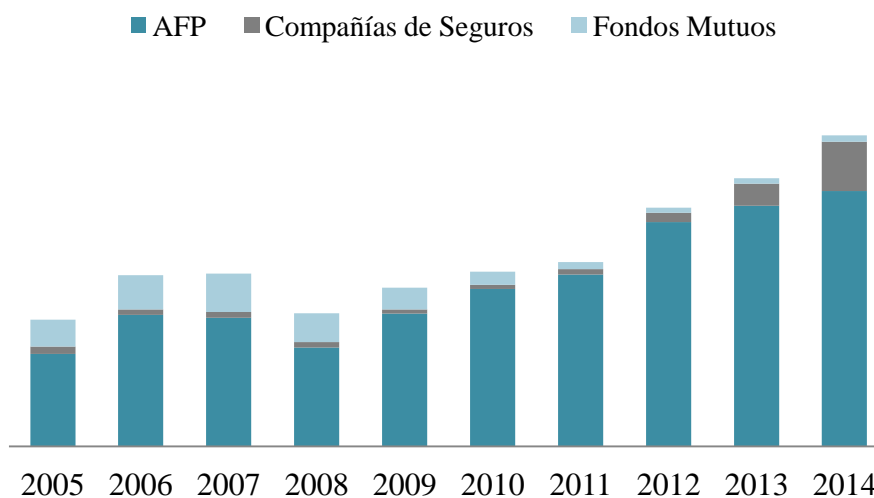
Finalmente creemos que no se puede aumentar la oferta de Bonos de Titulización mientras no exista una demanda para este tipo de instrumento. Es así que nos remitimos a lo presentado en el Capítulo 1, donde según información brindada por la SMV, un 41% del número total de inversionistas son Personas Naturales, por consiguiente un 59% son Personas Jurídicas, las cuales concentraron el 84% del total del monto negociado de valores en nuestro mercado, mientras que las Personas Naturales solo concentraron el 16%.

Por esta razón es que procedimos a estudiar la demanda únicamente de las personas jurídicas, y específicamente de aquellos considerados como inversionistas institucionales como son: las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los Fondos Mutuos y las Compañías de Seguros.

Como observamos en el Gráfico N° 34, los principales inversores en los últimos 10 años en bonos de titulización fueron las AFP, alcanzando un monto total de 4,861,148

miles de nuevos soles, obteniendo una participación de 82% del total invertido por los tres Inversionistas Institucionales. El segundo con el mayor monto invertido son las Compañías de Seguros con una participación de 16%, alcanzando al 2014 un total invertido de 940, 295 miles de nuevos soles y por último tenemos a los Fondos Mutuos, con un total invertido de 118,863 miles de nuevos soles. En conclusión el monto total invertido en Bonos de Titulización por los Inversionistas Institucionales fue de 5, 920,307 miles de nuevos soles al 2014.

Grafico N° 34
Monto invertido en Bonos de Titulización por Inversionistas Institucionales Periodo 2005 - 2014



Fuente: Superintendencia de Banca Seguros y AFP
Elaboración: De la autoras

Sin embargo el monto presentado es una ínfima parte de la cartera administrada por los Inversionistas Institucionales. Tal es así que la participación promedio que tienen las Sociedades Titulizadoras dentro del portafolio administrado por el inversionista institucional más grande (AFP) es únicamente de 7% y dentro de esta, los Bonos de Titulización representan en promedio el 89%, estando lo demás invertido en Títulos con derecho de participación. En cuanto a los Fondos Mutuos observamos que al 2014

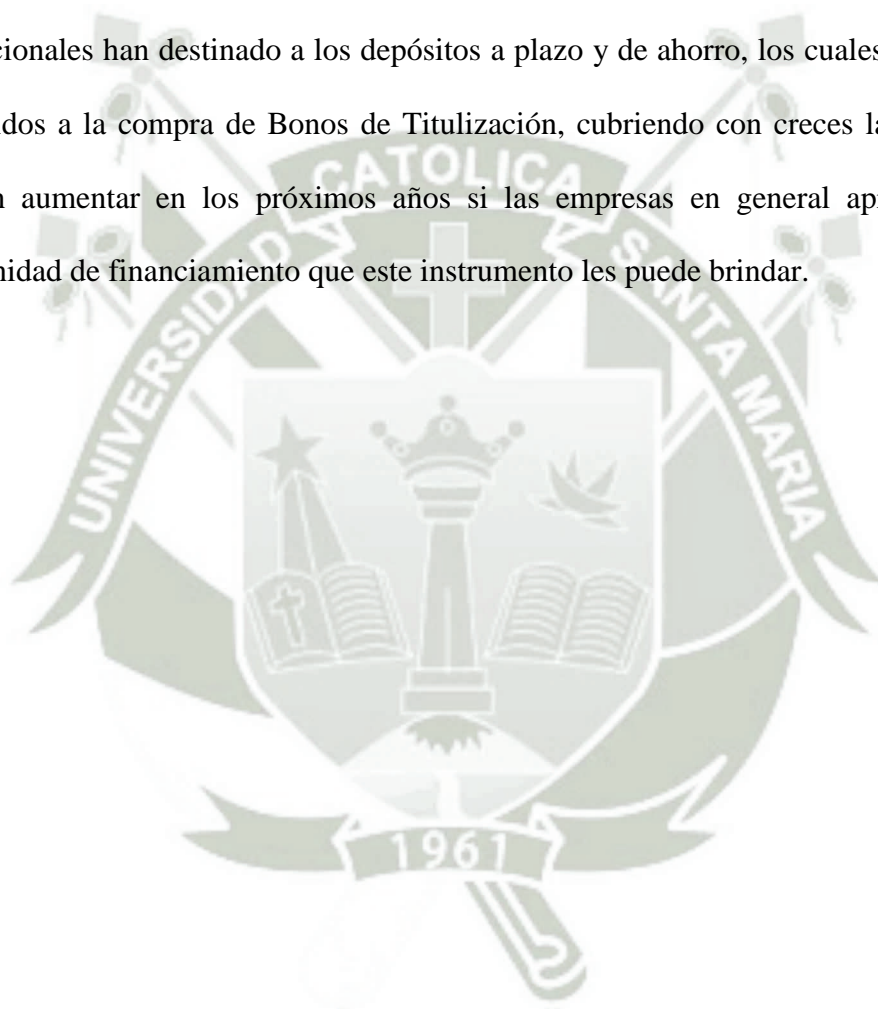
está destinado únicamente el 14,58% del total de su cartera administrada a la inversión en Bonos y dentro de ellos los Bonos de titulización representan solo el 3,48%. Por último las Compañías de Seguros no presentan un escenario mejor, ya que dentro del 61,6% del total de su portafolio que está destinado a inversiones locales, solo un 2,2% corresponde a inversiones en Sociedades Titulizadoras.

Aunque esta situación parece sumamente desfavorecedora debemos tener en cuenta que se debe principalmente al déficit de oferta mencionado en el Capítulo 1, lo que ha empujado a estos inversionistas a destinar gran parte de sus carteras a depósitos de ahorro y a plazos. Por lo tanto si las grandes empresas Arequipeñas aprovechan la oportunidad de financiamiento que les puede brindar la Titulización de Activos tendrían una más que amplia demanda, la cual en general supera tres veces la oferta.

Con el propósito de finalizar la demostración de nuestra hipótesis es que hemos estimado la demanda potencial que podrían tener los Bonos de Titulización en la cantidad de dinero que los Inversionistas Institucionales destinan a “invertir” en depósitos de ahorro y a plazos del Sistema Financiero, ya que para empezar los depósitos a plazos no se consideran como una inversión, sino que sirven para que el dinero no pierda su valor en el tiempo. Por lo tanto, los Inversionistas Institucionales podrían destinar cierta parte o el total de estas inversiones en Bonos de Titulización.

Es así que en el caso de las AFP en promedio han destinado un 7% del total de su cartera administrada a Certificados y Depósitos a plazos en el periodo de estudio, habiendo al 21 de Agosto del 2015 una demanda potencial de S/.12, 474,167 miles de nuevos soles que podrían ser destinados en inversiones en Bonos de Titulización. En el

caso de Fondos Mutuos, se destinó en promedio el 49.81% del total del patrimonio administrado en Depósitos a plazos, habiendo al 2014 S/.14, 819,073 miles de nuevos soles de demanda potencial. Y por último en el caso de las Compañías de Seguros, estas destinaron en promedio el 7.12% del total de su cartera en Depósitos a plazos, habiendo invertido al 2014 S/. 912,843 miles de nuevos soles. En conclusión al 2014 son 23, 262, 744 miles de nuevos soles el monto total que los Inversionistas Institucionales han destinado a los depósitos a plazo y de ahorro, los cuales pueden ser redirigidos a la compra de Bonos de Titulización, cubriendo con creces la oferta que podrían aumentar en los próximos años si las empresas en general aprovechan la oportunidad de financiamiento que este instrumento les puede brindar.



CONCLUSIONES

PRIMERA: Sobre la evolución de los Bonos de Titulización, estos mostraron una colocación constante, independientemente de la moneda utilizada, logrando un monto acumulado en los últimos 10 años de 1, 134,714 miles de nuevos soles y 1, 095,532 miles de dólares, a través 56 colocaciones en total. Gracias a este comportamiento los bonos de titulización han logrado convertirse en el segundo tipo de bono con mayor monto colocado en el Mercado de Valores local.

SEGUNDA: A pesar de ser un instrumento relativamente nuevo y con un proceso complejo ha logrado obtener tasas de interés que fluctuaron entre un 3.84% y 8,0313%, no pudiendo determinar un comportamiento ya que la tasa de interés depende no solo del plazo de tiempo sino de la percepción del riesgo que los inversionistas tengan de los activos subyacentes y de la empresa emisora. Es necesario acotar que los emisores que obtuvieron menores costos financieros fueron las empresas que emitieron valores a tasas de interés basadas en la Tasa Libor, la cual llegó a bordear el 0,03% a consecuencia de la crisis financiera internacional, pagando principalmente sólo el factor fijo, siendo el menor registrado de 0,85%.

TERCERA: Actualmente la mayoría de las grandes empresas arequipeñas pagan una tasa de interés promedio entre 7% y 10% a un plazo promedio de 3 a 5 años en el Sistema Bancario. Así mismo constatamos que existe mucho interés por ingresar al Mercado de Valores, así como de utilizar la Titulización de Activos como fuente de financiamiento, representando el 71,43% del total de empresas encuestadas.

CUARTA: Las características propias de una Titulización de Activos hacen que el riesgo de los valores emitidos dependa principalmente de la calidad y comportamiento de los activos subyacentes, el cual se ve reflejado en las bajas tasas de interés obtenidas. Este hecho genera una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas, especialmente a las Arequipeñas, ya que tal como se ha demostrado estas pueden llegar a obtener tasas de interés iguales o menores a las brindadas por las entidades bancarias y las obtenidas por los Bonos Corporativos en el Mercado de Valores.

QUINTA: El impacto de los costos de emisión en la tasa efectiva anual de financiamiento depende principalmente del monto total de bonos emitidos, pudiendo lograrse economías de escala al incrementar este monto debido a la gran cantidad de costos fijos. Así mismo luego de realizar la primera emisión varios de esos costos se verán reducidos, como por ejemplo los costos relacionados a la preparación interna y la estructuración, logrando además un poder de negociación con los agentes participantes.

SEXTA: Entre las desventajas actuales que afronta este tipo de instrumento financiero, podemos mencionar que al resultar un proceso complejo exige un equipo interdisciplinario de agentes que acarrearán costos y gastos que se suman a los costos fijos inherentes a una emisión de valores en general. Así mismo son pocas las empresas que cuentan con una amplia cartera de activos homogéneos y de suficiente calidad y con un historial de comportamiento necesario para realizar correctamente un proceso de titulización.

SEPTIMA: En relación a la demanda de Bonos de Titulización observamos que los principales demandantes son los considerados Inversionistas Institucionales (AFP, Fondos Mutuos y Compañías de Seguros), los cuales han mostrado una inversión constante durante

el periodo estudiado, siendo las AFP las que presentan una mayor participación respecto al monto invertido. Además se demostró que existe una demanda potencial ubicada en cuentas de ahorro y depósitos a plazo del sistema financiero, recursos que no son destinados al Mercado de Valores por la poca oferta de valores.



RECOMENDACIONES

PRIMERA: Una de las principales razones por las cuales no se observa un crecimiento en el Mercado de Valores local es la falta de información sobre su funcionamiento y de las oportunidades que este ofrece, en particular con aquellas empresas familiares de primera o segunda generación que frente a la aversión de revelar al mercado información financiera y hechos de importancia no evalúan el conjunto de beneficios que obtendrían al ingresar al Mercado de Capitales. Por esta razón creemos necesario que el Estado a través de sus entidades supervisoras, así como empresas participantes incrementen sus esfuerzos por brindar información que demuestre los beneficios de ingresar al mercado, no solo a empresas corporativas sino a grandes y medianas ubicadas en las provincias del país.

SEGUNDA: Incentivar el ingreso de medianas y grandes empresas Arequipeñas al Mercado Alternativo de Valores (MAV). Este es un nuevo segmento del Mercado de Valores peruano que busca incorporar a las pymes al mercado bursátil, brindándoles la posibilidad de conseguir mayores montos de financiamiento a menores tasas; así como menores costos, requisitos y obligaciones de información. Así mismo, gracias a la modificación de su reglamento en el 2014 hoy es posible emitir instrumentos de deuda de mediano y largo plazo lo que amplía la cantidad de empresas que pueden aprovechar la oportunidad de financiamiento que les brinda la Titulización de Activos¹⁵.

TERCERA: Incentivar el cumplimiento de la norma dispuesta por la SMV, en la cual las entidades con ingresos anuales iguales o superiores a las 3 mil UIT, equivalentes a S/. 10,95

¹⁵ Para conocer más sobre el Mercado Alternativo de Valores dirigirse al Anexo 5.

millones, remitan sus estados financieros auditados a la SMV. Creemos que esta exigencia es positiva para el crecimiento del número de emisores, ya que esto impulsa a las empresas a realizar mejoras a nivel interno, lo que facilitaría su posterior ingreso al Mercado de Valores. Además, el presentar sus estados auditados no solo ayuda a que sean conocidas en el mercado y puedan obtener tasas de interés muchos menores, sino que los intermediarios financieros pueden plantearles estructuraciones de deuda.

CUARTA: Incentivar a las entidades estatales tales como Municipalidades y Empresas a utilizar el Mercado de Valores y específicamente la Titulización de activos para financiar proyectos de infraestructura pública. De esta manera se busca que al ingresar al Mercado de Valores, logren mejoras a nivel interno que les permita desarrollar sus operaciones de manera más eficiente y transparente.

QUINTA: Creemos necesario contar con mercados secundarios más líquidos y profundos, ya que cuanto mayor sea la liquidez en el mercado secundario mayores posibilidades se le brinda al mercado primario. Una forma de lograrlo es reduciendo el capital mínimo exigido a los bancos de inversión, de manera que las sucursales de países desarrollados con limitada presencia en el país, entidades especializadas en asesoría financiera y las principales SAB puedan consolidarse como bancos de inversión. Ello permitiría que estas entidades aumenten el alcance de sus operaciones actuales y constituyan una mayor competencia para los bancos de operaciones múltiples y sus subsidiarias.

SEXTA: Se debe continuar reduciendo los costos de entrada y de emisión de valores, para que no constituyan un limitante para las empresas interesadas y se incremente el número de

emisores de instrumentos representativos de capital y deuda. A pesar de lo logrado por la SMV al implementar el E-Prospectus, aún son elevados los costos asociados a la estructuración de la emisión. Para ello creemos necesario que la SMV, la BVL y CAVALI continúen con la iniciativa de crear un procedimiento único, el cual sea simple y de fácil comprensión.

SÉPTIMA: Como vimos en la presente investigación, las emisiones de instrumentos de deuda en el Mercado de Valores local están concentradas en valores con una clasificación igual o superior a AA-, debido a la mayor preferencia de los Inversionistas Institucionales por esos instrumentos. Sin embargo, la mayoría de grandes empresas arequipeñas que podrían acceder al Mercado de Capitales lograrían clasificaciones de riesgo similar o inferior. Para efectos de incentivar a las AFP a que adquieran instrumentos con riesgo inferior a AA-, creemos conveniente que la SBS revise la actual regulación de las AFP, de manera que se flexibilice las decisiones de inversión y se introduzca una nueva metodología para hallar el encaje en función al riesgo de la cartera administrada.

BIBLIOGRAFÍA

LIBROS:

1. **BERMÚDEZ, Lilia y RODRÍGUEZ Luis**
(2015) Investigación en la Gestión Empresarial. Primera Edición. Macro Editorial
2. **BRIGHAM, Eugene y HOUSTON Joel**
(2008) “Activos Financieros”. En Fundamentos de Administración Financiera. Décima Edición. Cengage Learning Editores. Pág. 263-303
3. **HERNÁNDEZ, Roberto; FERNÁNDEZ, Carlos y BAPTISTA Pilar**
(2010) Metodología de la Investigación. 5ta Ed. México: Mc Graw Hill
4. **MENESES CAMARGO, Carlos Enrique**
(2013) “*Promoción del Mercado de Valores: Las Ofertas Híbridas como Alternativa*”. Tesina para optar el Grado de Magíster en Derecho Bancario y Financiero. Pontificia Universidad Católica del Perú.
5. **MENDIOLA, Alfredo y otros**
(2014) “*Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las Pymes en el Perú*”. Primera Edición. Lima: Universidad ESAN Ediciones.
6. **PAOLANTONIO, Martín Esteban.**
(1998) “*Operaciones Financieras Internacionales*”. Buenos Aires: Editorial Rubinzal-Culzoni. p. 318.

7. PARIAMACHI ALVARADO, Domingo

(2004) *“Los procesos de titulización de activos”*. Tesis de título profesional.
Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

8. ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W. y JAFFE, J.F.

(2005) *“Mercado de capitales”*. En: Finanzas corporativas. 7ª edición. Ed. McGraw
Hill. Pág. 920 – 982.

**9. SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE ADUANAS Y
ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA**

(2015) Registro Regional de los Principales y Medianos Contribuyentes. Obtenido
el 10 de Julio del 2015.

10. TAFUR R.

(2009) La Tesis Universitaria: La tesis Doctoral, La tesis maestría, El Informe, La
monografía. Lima: San Mantaro

11. UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO

(2012) Elementos y Normas Básicas para trabajos Académicos. Archivo PDF.
Lima.pp.1-11.

12. VILLALOBOS, José Luis

(2007) *“Interés y descuento simple”* En Matemática Financiera. Tercer Edición.
México: Pearson Prentice Hall.

PÁGINAS WEB:

1. ASOCIACIÓN DE BANCOS DEL PERÚ (ASBANC)

(2014) “Preguntas frecuentes”. Fecha de consulta: 03/11/2014.
<<http://www.hablemosmassimple.com/faq.html>>

2. BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (BCRP)

s.f “Glosario de términos económicos del Banco Central de Reserva del Perú”.

Fecha de consulta: 21/10/2014.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario.html>>

(2014) “Reporte de Estabilidad Financiera 2014”. Fecha de consulta: 20/08/2015.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>>

(2013) “Reporte de Estabilidad Financiera 2013”. Fecha de consulta: 20/08/2015.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>>

(2013) Nota de Estudio: “Costos de Emisión de Instrumentos de Deuda”. Fecha de consulta: 14/07/2015.<<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Notas-Estudios/2013/nota-de-estudios-21-2013.pdf>>

(2012) “Reporte de Estabilidad Financiera 2012”. Fecha de consulta: 20/08/2015.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>>

(2011) “Reporte de Estabilidad Financiera 2011”. Fecha de consulta: 20/08/2015.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>>

- (2010) “Reporte de Estabilidad Financiera 2010”. Fecha de consulta: 20/08/2015.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>>
- (2009) “Reporte de Estabilidad Financiera 2009”. Fecha de consulta: 20/08/2015.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>>
- (2008) “Reporte de Estabilidad Financiera 2008”. Fecha de consulta: 20/08/2015.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>>
- (2007) “Reporte de Estabilidad Financiera 2007”. Fecha de consulta: 20/08/2015.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>>
- (2006) “Reporte de Estabilidad Financiera 2006”. Fecha de consulta: 20/08/2015.
<<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/reporte-de-estabilidad-financiera.html>>

3. BENAVIDES GONZÁLES, Javier

- (2000) “La Titulización de activos en el Perú”. Revista THEMIS de la PUCP, 40, 123-136. Obtenido el 06 de Octubre del 2014 en <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/issue/view/975>

4. BOLSA DE VALORES DE LIMA (BVL)

- s.f. “Glosario de Términos”. Fecha de consulta: 20/10/2014.
<http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html>

**5. COMISION NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y
VALORES DEL PERÚ (CONASEV)**

(2000). “La Titulización de activos en el Perú”. Revista Iberoamericana de Mercado de Valores, 01, 50-58. Obtenido el 28 de Octubre del 2014 en <http://www.rimv.org/es/revista-2000-noviembre/articulo/resumen/134/la-titulizacion-de-activos-en-el-peru>

6. DENEGRI PORTELLA, Miguel

(1981). “La Titulización de créditos Hipotecarios”. Themis 35. Obtenido el 28 de Octubre del 2014 en <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechopucp/issue/view/638>

7. DÍAZ TONG, Enrique

(2002) “Diagnóstico y perspectivas de la titulización de activos en el Perú”. Revista Derecho PUCP, 55, 351-379. Obtenido el 06 de Octubre del 2014 en <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechopucp/issue/view/662>

8. DOMINGUEZ, Ignacio

s.f. “Activo Subyacente”. En Diccionario Económico. Fecha de consulta: 30/10/2014. <<http://www.expansion.com/diccionarioeconomico/activo-subyacente.htm>>

**9. INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADO DE VALORES
(IIMV)**

(2007) “La titulización de activos en Iberoamérica”. En: La Titulización de créditos a PYMES en Iberoamérica. 7 Octubre de 2014. Fecha de consulta: 28/11/214 <http://www.iimv.org/estudio_titulizacion.html>

10. LEY DEL MERCADO DE VALORES

(2002) “Artículo 3°, 291° y 292°”. En: Decreto Legislativo N° 861. Obtenido el 28 de Octubre de 2014 en <http://www.bvl.com.pe/acercamarcolegal.html#>

11. LAZO NAVARRO, Jorge

(2007) “Una visión general sobre la titulización de activos en el Perú”. Revista THEMIS de la PUCP, 54, 177-203. Obtenido el 08 de Octubre del 2014 en <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/issue/view/872>

12. MINISTERIO DE LA PRODUCCIÓN

(2013) Estadísticas de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa. Obtenido el 13 de Octubre de 2014 en <http://www.produce.gob.pe/remype/data/mype2013.pdf>

13. SCHWARCZ L. , Steven

(2000) “La Alquimia de la Securitización de Activos”. Revista THEMIS de la PUCP, 40, 177-203. Obtenido el 08 de Octubre del 2014 en <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/10159>

14. SUPERINTENDENCIA DE BANCA, SEGUROS Y AFP (SBS)

(2014) “Reglamento del Fideicomiso y de las empresas de Servicios Fiduciarios”.

Fecha de consulta: 27/05/2015.

<https://www.google.com.pe/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=8&cad=rja&uact=8&ved=0CEYQFjAHahUKEwiQpLy8usDIAhXEbB4KHd2LAA4&url=https%3A%2F%2Fwww.smv.gob.pe%2FFrm_SIL_Detalle.aspx%3FCNORMA%3DRC_0001199700000%26CTEXTO%3D&usg=AFQjCNGie2P3UngYEDVSGy7Jx7bPLhFS9A&sig2=85pMIOIvzSkSNQCeugXuQ>

(2009) “Ley general del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros Ley N° 26702”. Fecha de consulta: 27/05/2015.

<http://www.sbs.gob.pe/0/modulos/JER/JER_Interna.aspx?ARE=0&JER=17&PFL=0>

15. SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE ADUANAS Y ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA

s.f. “Definición de Micro, Pequeña y Mediana Empresa”. En: Nueva Ley MIPYME. Obtenido el 03 de Noviembre del 2014 en <http://www.sunat.gob.pe/orientacion/mypes/define-microPequenaEmpresa.html>

(2007) “Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo”. Obtenido el 08 de Junio del 2015 en <http://www.sunat.gob.pe/legislacion/igv/ley/>

16. SUPERINTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES (SMV)

- s.f. “Glosario de términos”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<http://www.smv.gob.pe/Frm_Glosario.aspx?data=2E90C69DCCFA5CA78DA1D21FF4DD650280EE54543E>
- (2014) “Anuario Estadístico 2014”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>
- (2013) “Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto a la Renta”. Obtenido el 08 de Junio del 2015 en http://www.smv.gob.pe/sil/DS_0179200400000001.doc.
- (2013) “Anuario Estadístico 2013”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>
- (2012) “Anuario Estadístico 2012”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>
- (2011) “Anuario Estadístico 2011”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>
- (2010) “Anuario Estadístico 2010”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>

- (2009) “Anuario Estadístico 2009”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>
- (2008) “Anuario Estadístico 2008”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>
- (2007) “Anuario Estadístico 2007”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>
- (2006) “Anuario Estadístico 2006”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>
- (2005) “Anuario Estadístico 2005”. Fecha de consulta: 27/10/2014.
<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>

17. TONG, Jesús y DÍAZ, Enrique

- (2003) “Titulización de activos en el Perú”. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico 1ra Edic. Documento de Trabajo; 56. Obtenido el 14 de octubre del 2014 en <http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/203/Doc56okX.pdf?sequence=1>

ANEXOS

ANEXO N° 1: PLAN DE TESIS

CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO TEÓRICO

1.1 PROBLEMA DE INVESTIGACIÓN

Estudio de la Titulización de Activos en el Perú y la Oportunidad de Financiamiento para las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa periodo 2005 – 2014

1.2 DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA

En nuestro país la titulización de activos se comienza a regular en octubre de 1996, lográndose así la primera operación en el Mercado de Valores peruano en julio de 1998, por un monto de US\$ 20 '000,000 siendo el fideicomitente u originador Ferreyros S.A. y siendo los activos titulizados cuentas por cobrar; además, esta empresa ha realizado tres procesos más de titulización de activos.

Los Bonos de Titulización en el Mercado de Valores han mostrado un crecimiento en los últimos 10 años. Si comparamos el 2005 con el 2013, veremos que el monto colocado de Bonos de Titulización en moneda nacional, en el año 2005, fue de 80,000 miles de nuevos soles y 241.000 miles de dólares, por otro lado, la tasa de colocación promedio fue 5.55%, la cual se encuentra 222 puntos básicos por debajo de la Tasa Activa en Moneda Nacional otorgada por el Sistema Financiero de ese año, la cual fue 7,7% según la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). En el 2013, el monto colocado de Bonos de Titulización en moneda nacional fue de 249.067 mil de nuevos soles, creciendo así es un 211.3%, mientras que su tasa de colocación promedio fue de 7.37%, la cual sigue siendo menor que la Tasa Activa en Moneda Nacional del 2013. Demostrando así no sólo el aumento de las

empresas que prefieren utilizar este instrumento como fuente de financiamiento, sino que el Mercado de Valores les otorga una tasa de interés menor a la tasa activa otorgada por el sistema bancario.

A pesar del crecimiento demostrado y de la importancia internacional de los mercados bursátiles como fuente de financiamiento para las empresas, en el Perú este mecanismo no se utiliza mucho, puesto que las empresas se financian primordialmente a través de préstamos bancarios o la reinversión de utilidades. Actualmente, según el último boletín estadístico de la BVL, son 219 las empresas con valores inscritos, tanto en acciones como en valores de renta fija, siendo solo el 0.02% del total de empresas activas en nuestro país.

Debido a la poca profundidad y desarrollo de nuestro mercado de valores es que el Poder Ejecutivo promulgó la Ley de Promoción del Mercado de Valores en el 2013, con el objetivo de dinamizar y modernizar el mercado. Esta dispone la creación de un régimen especial para la oferta pública de valores dirigido a Inversionistas Institucionales, así como establecer menores requisitos y requerimientos para la inscripción de valores. Dentro de esta normativa se encuentra además la creación del Mercado Alternativo de Valores (MAV), que busca promover el ingreso de las pequeñas y medianas empresas al Mercado de Valores Peruano.

A partir de esta premisa es que se quiere investigar las oportunidades que este nuevo instrumento financiero puede generar en las grandes empresas Arequipeñas, al demostrar que éste les puede brindar mayores beneficios que el Sistema bancario.

Según “MYPES 2013” el número de grandes empresas en la Ciudad de Arequipa es de 286, los cuales pueden utilizar a la titulización de activos como vía para eliminar la

intermediación y conseguir tasas de interés más adecuadas a sus recursos disponibles, logrando así no sólo ser más eficientes, sino que al llevar a cabo los requerimientos para ingresar al Mercado de Valores, se vuelven más transparentes, logrando así tener una mejor calificación, haciéndolas menos riesgosas, no sólo para los inversionistas interesados, sino también para el sistema bancario de la región, pudiendo así negociar la tasa de interés que pagan actualmente.

La Titulización de activos va a alcanzar un importante protagonismo en los próximos años, siempre y cuando vaya en paralelo con la maduración financiera de los actores económicos, el desarrollo de los mercados, sobre todo los de deuda privada, la globalización de las empresas y el sistema financiero. Creemos que para lograr la maduración de los mercados financieros es necesario incentivar a las empresas a participar del Mercado de Valores, y una forma de hacerlo es demostrando la oportunidad que brinda el uso de la titulización de activos como instrumento financiero, a través de un análisis de los beneficios que este brinda en comparación con los instrumentos financieros ofrecidos por el sistema bancario actual.

1.2.1 CAMPO, ÁREA Y LÍNEA DE INVESTIGACIÓN

A continuación, se presenta el campo, área y línea de la investigación, que son los siguientes:

Campo: Facultad de Ciencias Económico Administrativas

Área: Ingeniería Comercial

Línea de investigación: Finanzas

1.2.2 TIPO DE PROBLEMA

DESCRIPTIVO: Debido a que nuestra variable independiente se centrará en buscar y recopilar información sobre la titulización de activos en el Perú, tanto en el ámbito económico como financiero, así como estudiar el proceso para implementarlo, determinando así las ventajas y desventajas del mismo.

EXPLICATIVO: Debido a que nuestra variable dependiente buscará demostrar la oportunidad de financiamiento que ofrece el uso de la Titulización de Activos como instrumento financiero para las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa, en comparación con los instrumentos que actualmente brinda el Sistema Bancario.

1.2.3 VARIABLES DE ESTUDIO

1.2.3.1 ANÁLISIS DE VARIABLES

1.2.3.1.1 VARIABLE INDEPENDIENTE

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

1.2.3.1.2 VARIABLE DEPENDIENTE

OPORTUNIDAD DE FINANCIAMIENTO

1.2.3.2 OPERACIONALIZACIÓN DE LAS VARIABLES

VARIABLE INDEPENDIENTE	INDICADORES
Titulización de Activos	<ol style="list-style-type: none"> 1. Monto colocado en nuevos soles y en dólares de los Bonos de Titulización. 2. Número de colocaciones de Bonos de Titulización. 3. Tasa de interés de los Bonos de Titulización colocados.
VARIABLE DEPENDIENTE	INDICADORES
Oportunidad de financiamiento	<ol style="list-style-type: none"> 1. Tasa de colocación de Bonos de Titulización en comparación con la TAMN obtenida por las empresas de la Ciudad de Arequipa. $i = \left(\frac{VF}{VP} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$ 2. Tasa de colocación de Bonos Corporativos en comparación con la tasa de colocación de Bonos de Titulización. 3. Tasa efectiva anual financiamiento de la emisión de Bonos de Titulización. $TIR = \sum_{T=0}^n \frac{Fn}{(1+i)^n} = 0$ 4. Monto en nuevos soles de la Cartera Administrada por Inversionistas Institucionales destinada a Bonos de Titulización.

1.2.4 INTERROGANTE GENERAL

- ¿Cuál es la diferencia entre la tasa de interés obtenida por los Bonos Titulizados y la tasa de interés activa obtenida por las empresas Arequipeñas en el sistema bancario?

1.2.5 INTERROGANTES ESPECÍFICAS

- ¿Cuál es el monto colocado en nuevos soles y dólares que obtuvieron las empresas emisoras por sus bonos titulizados entre los años 2005 y 2014?
- ¿Cuál es el número de bonos titulizados colocados desde el año 2005 al 2014 en el Perú?
- ¿Cuál ha sido la tasa de interés de los Bonos de Titulización colocados entre los años 2005 – 2014?
- ¿Cuál es la tasa efectiva anual de financiamiento de una emisión de Bonos de Titulización?
- ¿Cuál es la diferencia entre las tasas de colocación de los Bonos de Titulización y los Bonos Corporativos entre los años 2005 - 2014?
- ¿Cuánto es el monto en nuevos soles de las carteras administradas por los inversionistas institucionales, y cuanta de esta es destinada a la inversión en Bonos de Titulización?

1.3 JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA

Esta investigación es de interés económico-financiero, ya que en el mundo de los negocios, no es solo importante contar con buenos proyectos y oportunidades de inversión, sino que es vital para la marcha y crecimiento de una empresa conseguir financiamiento

acorde a sus necesidades, siendo la Titulización de Activos una nueva oportunidad para las empresas Peruanas, y específicamente para las empresas Arequipeñas.

Creemos que es fundamental el estudio de esta nueva fuente de financiamiento por las siguientes razones:

- I. La titulización de activos puede en definitiva acortar el circuito crediticio o suponer desintermediación directamente, ya que puede desplazar volúmenes de financiamiento del mercado crediticio al mercado de capitales, promoviendo un cambio en el sistema financiero, convirtiéndose en una alternativa adecuada para empresas que cumplan con los requisitos para acceder al Mercado de Valores, pero que no tienen la calificación que solicitan los inversionistas en el mercado. Así, al crearse un patrimonio autónomo por la titulización de activos, los valores que se emitan contra este patrimonio pueden tener una mejor calificación de riesgo que la calificación de la propia empresa, por lo que se podrán colocar los valores en el mercado, y en el futuro esta empresa podrá emitir nuevos valores con mayor facilidad, pues tendrá un historial que la respalda.
- II. Si observamos desde el punto de vista **administrativo**, veremos que la Titulización de Activos permite a las empresas no solo aumentar su liquidez a través de activos inmovilizados o aún no existentes, sino que elimina los costos de oportunidad en que incurren por su inmovilización; al tener un mayor acceso a nuevos inversores se mejorarán los ratios de rentabilidad de la empresa y aumentará la creación de valor para los accionistas; además debido a los requerimientos solicitados por la BVL, lo que implica una mayor eficiencia en su gestión, es posible conseguir financiamiento

bancario y no bancario a menores tasas de interés, debido a la disminución de su percepción de riesgo.

- III. Por último, creemos que este nuevo instrumento de innovación financiera también debería ser aprovechado por las empresas de las diferentes regiones del Perú, específicamente de la Ciudad de Arequipa, para promover nuevas oportunidades de financiamiento de los proyectos futuros de la región, tanto estatales como privados, al tener acceso a una mayor cantidad de inversionistas a mejores tasas de interés, logrando así un mayor crecimiento de la región.

1.4 OBJETIVOS

1.4.1 OBJETIVO GENERAL

Estudiar la Titulización de Activos en el Perú, así como la oportunidad de financiamiento para las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa, en el periodo 2005 – 2014.

1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Analizar la titulización de activos, los agentes participantes, las modalidades existentes, el proceso para su implementación, riesgos tanto para el emisor como para el inversionista y ventajas y desventajas, todo ello tomando en cuenta aspectos económicos y financieros.
- Analizar la evolución de la cantidad colocaciones de Bonos de Titulización, el monto colocado en nuevos soles y dólares y la tasa de interés de los bonos de titulización, en los últimos 10 años.
- Estimar la tasa efectiva anual de una emisión de Bonos de Titulización.

- Determinar la cantidad de empresas que ingresarían al Mercado de Valores para obtener financiamiento a través la Titulización de Activos así como determinar la tasa de interés que obtienen a través del Sistema Bancario, para así demostrar la oportunidad de financiamiento para las grandes empresas, al comparar estos datos con las tasas de interés que obtuvieron los emisores de Bonos de Titulización.
- Comparar las tasas de interés obtenidas por los Bonos de Titulización con los Bonos Corporativos.
- Determinar el monto destinado a la inversión en Bonos de Titulización por parte de los Inversionistas Institucionales.

1.5 MARCO TEÓRICO

1.5.1 SOBRE LAS VARIABLES E INDICADORES

1.5.1.1 VARIABLE DEPENDIENTE

1.5.1.1.1 OPORTUNIDAD DE FINANCIAMIENTO

- **Costo de oportunidad**

“El valor más alto que podría ser generado si los recursos y los factores productivos fueran destinados a actividades diferentes a aquellas en donde están siendo utilizados. Sirve para medir el costo de emplear tales recursos en su actividad actual en comparación con lo que podrían producir en uso alternativo”. (BVL s.f.)

- **Creación de valor:**

La creación de valor se identifica con la generación de utilidad o riqueza por parte de la empresa en un ejercicio o período de tiempo. (EXPANSIÓN.COM s.f.)

- **Reinversión de Utilidades:**

La reinversión de utilidades es una figura tributaria tendiente a fomentar la capitalización de las utilidades en las empresas, mediante el aporte de capital financiado con utilidades tributables en la creación de nuevas empresas, o bien, a través del aumento de capital de una empresa ya existente. Cuando se utiliza la reinversión en los términos descritos, aun cuando exista el retiro de utilidades tributables, tales sumas no se gravarán con los impuestos global complementario o adicional, según corresponda, mientras no sean retiradas desde las empresas receptoras de tales reinversiones (CET s.f.)

1.5.1.2 VARIABLE INDEPENDIENTE

1.5.1.2.1 TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

- **Bonos de titulización (Securitization Bonds)**

Son valores negociables de renta fija con rendimiento explícito, emitidos como resultado de la independización de un grupo de activos de una empresa en un patrimonio autónomo para respaldar esos bonos (titulación). (BCRP s.f.)

- **Intermediación Financiera:**

Es el proceso por el cual una institución canaliza recursos financieros de sectores con saldos superavitarios, hacia aquellos deficitarios, constituyendo un mecanismo para movilizar y usar más eficientemente estos recursos. (BCRP s.f.)

- **Liquidez:**

Concepto que expresa la facilidad con que un bien o activo puede ser convertido en dinero. El bien líquido por excelencia es el propio dinero, en función del cual se mide la iliquidez de los demás bienes, dependiendo ésta de la prontitud o facilidad con que en cada caso se puede hacer dicha transformación. Se entiende por liquidez también la disponibilidad inmediata de dinero de un banco, y mide la capacidad de una institución financiera del exterior para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. (BCRP s.f.)

- **Mercados Financieros:**

“Foro en el que los proveedores de fondos y demandantes de préstamos e inversiones pueden efectuar sus transacciones directamente. Corresponde al área de mercados en que se oferta y se demanda dinero, instrumentos de crédito a plazo medio y largo (tales como bonos y acciones de los sectores público y privado) y acciones al momento de su emisión (mercado primario) o en etapas de intermediación financiera (mercado secundario)” (BCRP s.f.)

- **Mercado de Valores:**

“Segmento del Mercado de Capitales, al que concurren ofertantes y demandantes de valores mobiliarios, en donde se transan valores negociables desde su emisión, primera colocación, transferencia, hasta la extinción del título, en que intervienen unidades deficitarias o superavitarias actuando como intermediarios los bancos, instituciones financieras y la bolsa de valores a través de sus agentes de intermediación. Está conformado por el mercado primario y el mercado secundario.” (SMV, s.f.)

- **Tasa de Interés:**

Es el precio que se paga por usar el dinero de otros. En concreto, cuando nos prestan dinero (sea una persona o una empresa), tenemos que pagarle un precio por disponer de su dinero. De igual manera, cuando nosotros depositamos nuestro dinero en un banco, éste nos paga un interés. (ASBANC s.f.)

- **Tasa de interés activa en moneda nacional (TAMN):**

Es la tasa de interés promedio de mercado del saldo de créditos vigentes otorgados por las empresas bancarias en moneda nacional. Esta tasa resulta de agregar operaciones pactadas con clientes de distinto riesgo crediticio y que han sido desembolsadas en distintas fechas

La TAMN se calcula diariamente considerando el promedio ponderado geométrico de las tasa promedio sobre el saldo en moneda nacional de

sobregiros en cuenta corriente, avances en cuenta corriente, tarjetas de crédito, descuentos y préstamos y préstamos hipotecarios. Se utiliza información de los ocho bancos con mayor saldo de créditos en moneda nacional. Esta tasa es expresada en términos efectivos anuales. (BCRP s.f.)

Las tasas de interés activas promedio de mercado (TA) por moneda son calculadas diariamente utilizando la información de los ocho bancos con mayor saldo en la suma de las operaciones que se detalla a continuación. El cálculo se realiza primero para cada banco promediando en forma geométrica las tasas activas sobre saldos de las operaciones consideradas; luego, las tasas resultantes se ponderan geométricamente por el saldo total de dichas operaciones en los ocho bancos considerados en el cálculo (SBS s.f.)

- **Tasa cupón:**

Los bonos requieren que se pague un cantidad fija de intereses al año (o más comúnmente, cada seis meses). Cuando este pago de cupón, como se le conoce, se divide entre el valor a la par, el resultado será una tasa cupón. Este pago, que se fija en el momento de emitir el bono, mantiene su vigencia durante la vida del bono. Casi siempre al momento de emitir el bono, su pago de cupón se establece en un nivel que le permita ser emitido a su valor a la par aproximado. (BRIGHAM Y HOUSTOS, 2008)

- **Titulización de activos:**

“Consiste en convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos en títulos valores (asset-backed securities). Estos títulos valores son emitidos por una empresa financiera y son colocados en un mercado de valores. Se realiza cuando se tiene una deuda ilíquida y se transforma en títulos valores negociables en un mercado organizado que proporciona liquidez a las inversiones. Estos títulos dan derecho a los inversionistas a recibir el flujo de fondos asociado al título, asumiendo el riesgo de su realización, quedando la administración (cobro) a cargo de la empresa original”.(BCRP, s.f)

La Ley de Mercado de Valores define a la Titulización como «El proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio», comprendiendo «la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores»; por otro lado, la misma ley señala que, para los procesos de titulización, se entenderá por activos a «los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos». (LEY DE MERCADO DE VALORES, 2002)”

Según el Instituto Iberoamericano del Mercado de Valores:

- a) Desde el punto de vista financiero, “la Titulización se define como un proceso de conversión de unos derechos de crédito poco líquidos en otro tipo de activos financieros más líquidos, que pueden negociarse entre los inversores. También se ha descrito la titulización como un

mecanismo del que pueden valerse las empresas, sean o no entidades de crédito, para obtener financiación ajena mediante la emisión de valores, segregando de su patrimonio un número determinado de activos con cuyos rendimientos se atenderá el servicio financiero de los valores emitidos, constituyendo a su vez dichos activos la garantía básica del cumplimiento de las obligaciones de pago asumidas. Por último, puede entenderse también que la titulización es parte de un nuevo modelo de negocio con una forma de gestión del riesgo más sofisticada para las entidades de crédito, ya que les permite desligar sus actividades de concesión de préstamos de la cantidad y tipo de riesgos que asumen en última instancia.” (IIMV 2007:84)

b) Desde el punto de vista jurídico, “la titulización es un proceso en virtud del cual un sujeto (acreedor originario) que ostenta una posición jurídica acreedora (actual o potencial) respecto de otro u otros sujetos (deudores) que deben hacer frente al pago de su deuda en uno o varios momentos futuros; cede (cedente) aquel derecho de crédito (de manera onerosa y generalmente mediante una compraventa) a otro sujeto, con personalidad jurídica o sin ella, pero dotado, en todo caso, de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de crédito cedidos, valores que

serán adquiridos por inversores, preferentemente institucionales.”

(IIMV 2007:84)

“La titulización de activos es un mecanismo alternativo de financiamiento que consiste en transformar activos ilíquidos o de lenta rotación en valores mobiliarios que son colocados en los mercados de capitales. Además, permite tener dinero en efectivo. Esto posibilita a las empresas contar con los recursos de inversión necesarios para cumplir con sus objetivos inmediatos.” (Ross y Jaffe 2005:929)

- **Valores de Renta fija (Fixed income security):**

Título-Valor que produce intereses fijos, pagaderos periódicamente, en fechas fijas y en porcentajes siempre iguales, determinados previamente por su emisor. (BCRP s.f.)

1.5.2 BIBLIOGRAFÍA

1. ASOCIACIÓN DE BANCOS DEL PERÚ (ASBANC)

s.f. “Preguntas frecuentes”. 02 de Noviembre de 2014. Fecha de consulta: 03/11/2014. <<http://www.hablemosmasimple.com/faq.html>>

2. BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ (BCRP)

s.f. “Glosario de Términos Económicos”. 21 de Octubre de 2014. Fecha de consulta: 21/10/2014. <<http://www.bcrp.gob.pe/publicaciones/glosario.html>>

3. BENAVIDES GONZÁLES, Javier

(2000) “La Titulización de activos en el Perú”. Revista THEMIS de la PUCP, 40, 123-136. Obtenido el 06 de Octubre del 2014 en <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/issue/view/975>

4. BOLSA DE VALORES DE LIMA (BVL)

s.f. “Glosario de Términos”. 19 de Octubre de 2014. Fecha de consulta: 21/10/2014. <http://www.bvl.com.pe/eduayuda_glosario.html>

5. BRIGHAM, Eugene y Joel HOUSTON

(2008) “Activos Financieros”. En *Fundamentos de Administración Financiera*. Décima Edición. Cengage Learning Editores. Pág. 263-303

6. CENTRO DE ESTUDIOS TRIBUTARIOS

s.f. Definición de reinversión de utilidades. Obtenido el 04 de Noviembre del 2014 en <http://www.cetuchile.cl/index/reinversion-de-utilidades>

7. CÓRTEZ, Francisco; GARCÍA, Francisca y SOLER, Diego

(2000) *Titulización de Activos: Oportunidades de la Titulización ante la Nueva Economía*. España: Instituto de Estudios de Caja Rural de Almería.

8. COMISION NACIONAL SUPERVISORA DE EMPRESAS Y VALORES DEL PERÚ (CONASEV)

(2000). “La Titulización de activos en el Perú”. Revista Iberoamericana de Mercado de Valores, 01, 50-58. Obtenido el 28 de Octubre del 2014 en <http://www.rimv.org/es/revista-2000-noviembre/articulo/resumen/134/la-titulizacion-de-activos-en-el-peru>

9. DÍAZ TONG, Enrique

(2002) “Diagnóstico y perspectivas de la titulación de activos en el Perú”.
Revista Derecho PUCP, 55, 351-379. Obtenido el 06 de Octubre del 2014 en
<http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/derechopucp/issue/view/662>

10. DOMINGUEZ, Ignacio

s.f. “Desintermediación”. En *Diccionario Económico*. Fecha de consulta:
30/10/2014.<<http://www.expansion.com/diccionarioeconomico/desintermediacion.htm>>

11. HERNÁNDEZ, Roberto; FERNÁNDEZ, Carlos y BAPTISTA Pilar

(2010) Metodología de la Investigación. 5ta Ed. México: Mc Graw Hill

12. INSTITUTO IBEROAMERICANO DE MERCADO DE VALORES (IIMV)

(2007) “La titulación de activos en Iberoamérica”. En: *La Titulación de créditos a PYMES en Iberoamérica*. 7 Octubre de 2014. Fecha de consulta:
28/11/2014 <http://www.iimv.org/estudio_titulacion.html>

13. LEY DEL MERCADO DE VALORES

(2002) “Artículo 291° y 292°”. En: Decreto Legislativo N° 861. Obtenido el
28 de Octubre de 2014 en <http://www.bvl.com.pe/acercamarcolegal.html#>

14. LAZO NAVARRO, Jorge

(2007) “Una visión general sobre la titulación de activos en el Perú”.
Revista THEMIS de la PUCP, 54, 177-203. Obtenido el 08 de Octubre del 2014
en <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/issue/view/872>

15. MINISTERIO DE LA PRODUCCIÓN

MYPE 2012 Estadísticas de la Micro, Pequeña y Mediana Empresa. (2012).

Obtenido el 13 de Octubre del 2014 en

<http://www.produce.gob.pe/remype/data/mype2012.pdf>

16. MINISTERIO DE TRABAJO Y PROMOCIÓN DEL EMPLEO

s.f. Registro Nacional de la Micro y Pequeña Empresa. Obtenido el 23 de

Octubre del 2014 en <http://www.mintra.gob.pe/mostrarContenido.php?id=541>

17. MENDIOLA, Alfredo y otros

(2014) *Factores críticos de éxito para la creación de un mercado alternativo de emisión de valores para las Pymes en el Perú*. Primera Edición. Lima: Universidad ESAN Ediciones.

18. PARIAMACHI, DOMINGO

(2004) “Los procesos de titulización de activos”. Tesis de título profesional.

Universidad Nacional Mayor de San Marcos.

19. ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W. y JAFFE, J.F.

(2005) “Mercado de capitales”. En: *Finanzas corporativas*. 7ª edición. Ed

McGraw Hill. Pág. 920 – 982.

20. SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE ADUANAS Y ADMINISTRACIÓN TRIBUTARIA

s.f. “Definición de Micro, Pequeña y Mediana Empresa”. En: Nueva Ley

MIPYME. Obtenido el 03 de Noviembre del 2014 en

<http://www.sunat.gob.pe/orientacion/mypes/define-microPequenaEmpresa.html>

21. SUPERINTENDENCIA DE MERCADO DE VALORES

s.f. “Glosario de términos”. Fecha de consulta: 27/10/2014.

<http://www.smv.gob.pe/Frm_Glosario.aspx?data=2E90C69DCCFA5CA78DA1D21FF4DD650280EE54543E>

(2013) “Anuario Estadístico 2013”. Fecha de consulta: 27/10/2014.

<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>

(2003) “Anuario Estadístico 2003”. Fecha de consulta: 27/10/2014.

<https://www.smv.gob.pe/Frm_AnuarioEstadist.aspx?data=056659014BB46F93D6B78553DBD3064A8CA9694136>

22. TAFUR R.

(2009) La Tesis Universitaria: La tesis Doctoral, La tesis maestría, El Informe, La monografía. Lima: San Mantaro

23. TONG, Jesús y DÍAZ, Enrique

(2003) “Titulización de activos en el Perú”. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico 1ra Edic. Documento de Trabajo; 56. Obtenido el 14 de octubre del 2014 en <http://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/203/Doc56-okX.pdf?sequence=1>

24. UNIVERSIDAD DEL PACÍFICO

(2012) Elementos y Normas Básicas para trabajos Académicos. Archivo PDF. Lima.pp.1-11.

25. VILLALOBOS, José Luis

(2007) “Interés y descuento simple” En *Matemática Financiera*”. Tercer Edición. México: Pearson Prentice Hall.

1.5.3 ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN

Luego de haber realizado una revisión minuciosa y detallada búsqueda en diferentes fuentes bibliotecarias, artículos y revistas especializadas; así como de Internet, se han encontrado estudios relacionados al tema y al problema de investigación planteado. A continuación describimos de forma breve y concreta la relación de antecedentes de la presente investigación:

1. La Revista Actualidad Empresarial en su informe financiero del año 2013 presentó un análisis sobre la titulización de activos, la cual ayudo a las investigadoras a elaborar una explicación simplificada del proceso de titulización, así como las ventajas y los objetivos de la titulización de activos.
2. La Revista THEMIS de la facultad de Derecho de la PUCP, publicó un artículo en el año 2007 “Una visión general sobre la titulización de activos en el Perú”, la cual explica detalladamente el instrumento financiero de forma clara y didáctica. El especialista nos brinda definiciones y varios puntos de vista del concepto de la titulización, así como el objeto, las estructuras, las modalidades y las garantías de la misma. Nos instruye respecto de la evolución y aplicación de este instrumento desde su entrada en vigencia (hace once años, con la Ley de Mercado de Valores), y sobre las ventajas que genera su utilización. Por ese

motivo, creemos que este artículo será de gran utilidad para desarrollar la futura tesis.

3. Un estudio realizado en el año 2007 por el Instituto Iberoamericano de Valores llamado “La Titulización de Créditos a PYMES en Iberoamérica”, gira fundamentalmente en torno a la titulización como instrumento de financiación complementaria de las MYPES, además, el estudio ofrece el modelo establecido en España para que pueda ser de utilidad en los demás países iberoamericanos. La utilidad de este artículo para el plan y futura tesis es conocer la situación de la titulización de activos en los demás países de Latinoamérica.
4. La Revista de la Facultad de Derecho de la PUCP, presentó un artículo en el año 2002 llamado “Diagnóstico y perspectivas de la «Titulización» de activos en el Perú” por Enrique Díaz Tong; el cual ha sido fundamental para la elaboración del plan de tesis, ya que explica la situación del mercado de valores y específicamente de la titulización de activos en nuestro país, de una forma simple y dinámica.
5. Un documento de trabajo realizado por el centro de investigación de la Universidad del Pacífico en el año 2003 llamado “Titulización de activos en el Perú” por Jesús Tong y Enrique Díaz tuvo por objetivo analizar las titulaciones de activos públicas realizadas en el Perú desde el año 1997 hasta el año 2001. El aporte brindado a este plan y futura tesis es el análisis de diferentes procesos de titulización llevados a cabo por importantes empresas de nuestro país.

6. Tesis de la Facultad de derecho de la UNMSM del 2004 llamado “Los procesos de titulización de activos”, la cual creemos colaborará en la elaboración de la futura tesis, al brindar la información necesario para desarrollar la variable independiente, así como los fundamentos para desarrollar el marco teórico.
7. La Revista Iberoamericana de Valores presentó un artículo en el año 2000, por la CONASEV llamado “La Titulización de Activos en el Perú”, el cual no ayudo en el plan de tesis al describir el marco legal de los procesos de titulización de activos, su evolución en los últimos años, así como las perspectivas de titulización en el país.

1.6 HIPÓTESIS

Dado que: La Titulización de Activos brinda a las empresas la posibilidad de optimizar el uso de sus activos al convertirlos en valores mobiliarios, impulsando a que los Bonos de Titulización muestren una participación constante en el Mercado de Valores en los últimos 10 años.

Es probable que: Represente una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas en la Ciudad de Arequipa al obtener tasas de interés más competitivas.

CAPÍTULO II: PLANTEAMIENTO OPERACIONAL

2.1 TÉCNICAS E INSTRUMENTOS DE RECOLECCIÓN DE INFORMACIÓN

PROBLEMA	OBJETIVOS	HIPOTESIS	VARIABLES	INDICADORES	METODO
ESTUDIO DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ Y LA OPORTUNIDAD DE FINANCIAMIENTO PARA LAS GRANDES EMPRESAS DE LA CIUDAD DE AREQUIPA PERIODO 2005 – 2014	<p>OBJETIVO GENERAL:</p> <p>Estudiar la titulación de activos en el Perú, así como la oportunidad de financiamiento para las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa, en el periodo 2005 – 2014.</p>	<p>DADO QUE:</p> <p>La Titulación de Activos brinda a las empresas la posibilidad de optimizar el uso de sus activos al convertirlos en valores mobiliarios, impulsando a que los Bonos de Titulación muestren una participación constante en el Mercado de Valores en los últimos 10 años</p>	<p>VARIABLE INDEPENDIENTE</p> <p>TITULIZACIÓN DE ACTIVOS</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Monto colocado en soles y dólares de los Bonos de Titulación 2. Número de colocaciones de Bonos titulados 3. Tasa de interés de los bonos titulados emitidos 	<p>Observación Documental y Estadísticas</p> <p>Boletines de la BVL y la SMV</p> <p>Estadísticas de la SBS y SMV periodo 2005 – 2014</p>
	<p>OBJETIVOS ESPECIFICOS:</p> <p>Analizar la titulación de activos: participantes, modalidades, proceso, riesgos y beneficios y desventajas, todo ello tomando en cuenta aspectos económicos y financieros.</p> <p>Analizar la evolución de la colocación de Bonos de Titulación, y la tasa de interés de los bonos de titulación.</p> <p>Estimar la tasa efectiva anual de una emisión de Bonos Titulados</p> <p>Comparar las tasas de interés obtenidas por los Bonos de Titulación y por los Bonos Corporativos</p> <p>Determinar la cantidad de empresas que ingresarían al Mercado de Valores para obtener financiamiento a través la Titulación de Activos, así como la tasa de interés que obtienen a través del Sistema Financiero</p> <p>Determinar el monto invertido en Bonos de Titulación por parte de los Inversionistas Institucionales.</p>	<p>ES PROBLABLE QUE:</p> <p>Represente una oportunidad de financiamiento para las grandes empresas en la Ciudad de Arequipa al obtener tasas de interés más competitivas.</p>	<p>VARIABLE DEPENDIENTE</p> <p>OPORTUNIDAD DE FINANCIAMIENTO</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. Tasa efectiva anual de la emisión de Bonos de Titulación 2. Tasa de colocación de Bonos Corporativos en comparación con la tasa de colocación de Bonos de Titulación 3. Tasa de colocación de Bonos titulados en comparación con la TAMN obtenida por las empresas de la Ciudad de Arequipa 4. Monto en nuevos soles de la Cartera Administrada por Inversionistas Institucionales destinada a Bonos de Titulación 	<p>Obtención de información Primaria a través de encuestas</p> <p>Estadísticas de la SBS y SMV periodo 2005 - 2014</p>

VARIABLE INDEPENDIENTE	INDICADORES	TÉCNICAS	INSTRUMENTOS
“TITULIZACIÓN DE ACTIVOS”	Monto colocado en soles y dólares de los Bonos de Titulización.	Observación Documental y estadística (SMV)	Ficha de observación Documental y estadística estructurada.
	Número de colocaciones de bonos de Titulización	Observación Documental y estadística (SMV)	Ficha de observación Documental y estadística estructurada.
	Tasa de interés de los Bonos de Titulización colocados	Observación Documental y estadística (SMV)	Ficha de observación Documental y estadística estructurada.
VARIABLE DEPENDIENTE	INDICADORES	TÉCNICAS	INSTRUMENTOS
“OPORTUNIDAD DE FINANCIAMIENTO”	Tasa efectiva anual de la emisión de Bonos de Titulización $TIR = \sum_{t=0}^n \frac{Ft}{(1+i)^t} = 0$	Observación Documental (BCRP)	Ficha de observación Documental estructurada.
	Tasa de colocación de Bonos Corporativos en comparación con la tasa de colocación de Bonos de Titulización	Observación Documental y estadística (SMV)	Ficha de Observación documental y Cédula de Preguntas
	Tasa de colocación de Bonos Titulizados en comparación con la TAMN obtenida por las empresas de la Ciudad de Arequipa $i = \left(\frac{VF}{VP}\right)^{\frac{1}{n}} - 1$	Observación Documental y Encuestas	Ficha de Observación documental y Cédula de Preguntas
	Monto en nuevos soles de la Cartera Administrada por Inversionistas Institucionales destinada a Bonos de Titulización	Observación Documental y estadística (SBS)	Ficha de observación Documental y estadística estructurada.

2.2 CAMPO DE VERIFICACIÓN

2.2.1 AMBITO

Ámbito geográfico: Perú

- Región: Arequipa
- Provincia: Arequipa
- Ciudad: Arequipa

2.2.2 UBICACIÓN TEMPORAL

De acuerdo al tiempo del análisis, la presente investigación es diacrónica, ya que el análisis estudia fenómenos en un período largo (10 años), con el objeto de verificar el desarrollo de los bonos de titulización de activos en el mercado de valores entre los años 2005- 2014.

2.2.3 UNIDAD DE ESTUDIO

El trabajo tiene como unidad de estudio a los bonos de titulización emitidos en los últimos 10 años donde el instrumento para la recolección de datos es la observación documental y estadística. Sin embargo para estudiar las oportunidades de financiamiento en la Ciudad de Arequipa, se busca recolectar información primaria de las grandes empresas, en donde se llevarán a cabo una encuesta, siendo necesaria la determinación de universo, población y muestra que se especifica a continuación.

2.2.3.1 UNIVERSO

El Universo de grandes empresas en la Ciudad de Arequipa, fue obtenido a través del Reporte sobre Principales Contribuyentes del 2015, otorgado por la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT), a partir de ella se obtuvo el universo de **71** grandes empresas, luego de clasificarlas

según el número de trabajadores, los cuales deben ser de 251 a más para ser clasificadas como tal, como lo muestra el siguiente cuadro.

Clasificación de la empresa	N° de empleados	Ventas anuales (en soles)
Micro empresa	1 a 10	Hasta S/. 400, 000
Pequeña empresa	11 a 100	S/. 400, 000 a S/: 6.2 millones
Mediana empresa	101 a 250	S/: 6.2 millones a S/. 70 millones
Gran empresa	251 a más	Más de S/. 70,000

Fuente: INEI; SUNAT; Top 10 000

Elaboración: De las autoras

2.2.3.2 POBLACIÓN

Para determinar la población de la presente investigación, se procedió a filtrar el universo de grandes empresas según la cantidad de ventas anuales, cuyo rango se muestra en la Tabla anterior, así como su participación dentro del Ranking de Perú Top 2012. De esta manera determinamos que la población que cumple estos parámetros es de **40 grandes empresas**.

2.2.3.3 MUESTRA

$$n = \frac{Z^2 \times p \times q \times N}{E^2 \times (N-1) + Z^2 \times p \times q}$$

Dónde:

p = Es la proporción de la población a estudiar. Si no es conocido o calculable se asume el 50% de la población a investigar.

$q = 1-p$ = Es la proporción de la población que no interesa investigar.

E = Grado de error que puede aceptarse.

Z = Valor de la distribución normal estandarizada que corresponde al nivel de confianza escogido.

N = Tamaño de la población.

n = Tamaño de la muestra.

- a) Factor a estudiar: Grandes empresas de la Ciudad de Arequipa
- b) Técnica a utilizar: Encuestas
- c) Objetivo del estudio: Determinar la oportunidad de financiamiento que brinda el uso de la titulización de activos en las grandes empresas de la Ciudad de Arequipa
- d) Grado de Confianza: 95% (Z=1.96)
- e) Máximo error permisible: 5%
- f) Porción de la población a estudiar: 20%
- Muestra de Grandes empresas:

$$n = \frac{1.96^2 \times 0.2 \times 0.8 \times 40}{0.05^2 \times (40 - 1) + 1.96^2 \times 0.3 \times 0.8} = 35$$

2.3 ESTRATEGIA DE RECOLECCIÓN DE DATOS

2.3.1 OBTENCIÓN DE INFORMACIÓN SECUNDARIA

Para el desarrollo del presente trabajo se necesita la obtención de información secundaria, es decir, información de libros y artículos escritos por personas expertas en la materia.

La información estadística sobre los Bonos de Titulización emitidos en el Perú, en los últimos 10 años (2005-2014) será obtenida del Anuario Mensual y Anual la Superintendencia del Mercado de Valores y de los Reportes Estadísticos de la Bolsa de Valores de Lima, logrando así obtener la información para desarrollar los indicadores de nuestra variable independiente “Titulización de Activos”. Se llevará a cabo la interpretación económica y financiera de la evolución de los Bonos de Titulización mediante el Reporte de Estabilidad Financiera publicado por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP).

Para desarrollar la variable “Oportunidad de financiamiento”, es necesario obtener información sobre los requisitos y tarifas de la emisión de Bonos de Titulización. De tal manera que se pueda determinar la Tasa Efectiva Anual de financiamiento (TEA) a través de la BVL y del BCRP. Por otro lado es necesario obtener información sobre las tasas de colocación históricas de los Bonos de Titulización y Bonos Corporativos para llevar a cabo su comparación, dicha información será obtenida a través del Anuario Estadístico de la SMV.

Por último se llevará a cabo el estudio de la demanda de Bonos de Titulización por parte de los Inversionistas Institucionales, cuya fuente será la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

2.3.2 OBTENCIÓN DE INFORMACIÓN PRIMARIA

Se prevé hacer encuestas para obtener el indicador: “Tasa de interés activa obtenida por las grandes empresas Arequipeñas”. Las encuestas se realizarán a las empresas que tengan ventas anuales por encima de los 70 millones de soles y se dará preferencia a aquellas

que participen del Ranking Top 10 000. Se buscará que las personas encuestadas sean los encargados Administrativos o Financieros de la empresa.

El objetivo de realizar encuestas es conocer la situación actual de las grandes empresas arequipeñas en cuanto a fuentes de financiamiento, tasas de interés, plazos de tiempo, así como su opinión sobre el Mercado de Valores y el conocimiento sobre la Titulización de Activos, obteniendo así datos reales para poder llevar a cabo la comparación con las tasa de interés activa en moneda nacional brindada por el Sistema Bancario; demostrando así la Oportunidad de Financiamiento que puede brindar este instrumento a las grandes empresas Arequipeñas.

Análisis de la información: La información obtenida por las encuestas será ingresada al programa SPSS, el cual se encargará de desarrollar cuadros estadísticos que nos ayuden a analizar las opiniones de las grandes empresas arequipeñas, sobre el Mercado de Valores y la Titulización de activos, determinando a su vez si estarían interesados en utilizar este tipo de instrumento al momento de obtener financiamiento para sus empresas.

2.4 RECURSOS NECESARIOS

2.4.1 HUMANOS

Investigadoras: Stephanie Cheneaux y Stephany Palma

2.4.2 MATERIALES

- Útiles de Escritorio (Papel Bond para impresión de Plan de Tesis, Tesis y encuestas; 04 Lapiceros para llenar encuestas y una Memoria USB)
- Dos computadoras

- Transporte
- Servicios de Terceros: fotocopias y empastado.

2.4.3 FINANCIEROS

Los gastos de la presente investigación serán cubiertos íntegramente por las investigadoras, monto que asciende aproximadamente a S/. 2000.00 Nuevos Soles, distribuido entre trámites, materiales y Asesor de Tesis.

2.5 CRONOGRAMA DE TRABAJO

ITEMS	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SETIEMBRE
Recolección de información						
Procesamiento de Datos						
Análisis e interpretación						
Elaboración de Conclusiones						
Revisión y presentación de Tesis						

Elaboración: De las autoras.

ANEXO N° 2

METODOLOGÍA DE CLASIFICACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS EMITIDOS BAJO MECANISMOS DE TITULIZACIÓN SEGÚN LA EMPRESA CLASIFICADORA DE RIESGO APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONAL

I. Criterios Generales de Clasificación

Se analiza la experiencia y antecedentes de todos los partícipes del fideicomiso en la medida que su participación afecte a la clasificación.

II. Análisis de la Estructura:

Se busca una comprensión completa de la estructura del fideicomiso, en especial de las soluciones que el contrato prevé para todos los escenarios posibles. El análisis comprende, entre otros:

- La operación; sus participantes y funciones. En particular, el agente de cobro, el de pago y el fiduciario.
- Determinación sobre "qué es lo que el fideicomiso promete y qué no", dado que ello es el objeto de clasificación, es decir, cuáles son los hechos que originan el incumplimiento.
- Manejo de los fondos dentro del fideicomiso, para identificar los riesgos crediticios involucrados. Si los activos fideicometidos generan el flujo de fondos, ¿asegura la estructura que los fondos serán recibidos por los inversionistas?
- Mejoras crediticias con las que cuenta el fideicomiso y la existencia de hechos que provoquen la desaparición de estas mejoras crediticias (por ejemplo, un evento que produzca la resolución de un contrato de swap).

Existe una amplia variedad de mejoras crediticias disponibles para un fideicomiso:

- Internas:
 - i. Subordinación de capital únicamente, de capital e interés, otras.
 - ii. Recursos (recompra de cuentas por cobrar)
 - iii. Fondo de Garantía
 - iv. Diferencial de Tasas: diferencia entre la tasa que generan los activos fideicometidos y la tasa que devengan las obligaciones del Fideicomiso
- Externas:
 - i. Letra de crédito
 - ii. Compañías de seguros
 - iii. Swap u otro instrumento derivado
 - iv. Garantía o aval
- Gatillos (triggers) con los que cuenta la estructura de manera de salvaguardar los intereses de los inversionistas y, por otra parte, que no existan gatillos que produzcan un peligro para los inversionistas (tales como un riesgo crediticio ligado a un riesgo de mercado).
- Otros: dependiendo de las estructuras, existen otros puntos importantes en el análisis, los cuales serán puntualizados en cada clasificación.

III. Análisis del Riesgo Crediticio

El análisis del riesgo crediticio está referido esencialmente a:

- Los activos subyacentes. Evaluación de su calidad crediticia y características financieras. Los criterios d análisis varían según el tipo de activo.
- Aplicación de las inversiones temporales.

- El agente de cobro y el agente de pago.
- La calidad de las mejoras crediticias. Se cuantifican las mismas.

IV. Riesgo Legal

Es fundamental, en este tipo de instrumentos, asegurarse que no exista ninguna falla legal en la constitución del fideicomiso, entre las partes que intervienen y en el traspaso de la propiedad fiduciaria de los activos desde el fideicomitente al fiduciario. Se busca determinar que los inversionistas cuenten con todos los beneficios que les otorga la ley, en el sentido que no existan terceros dotados de mejores derechos sobre los activos fideicometidos. Para el análisis de este riesgo, AAI se basará en la opinión de asesores legales externos especializados en este tipo de transacciones.

V. Determinación de la clasificación

Según sea el caso, ciertos riesgos tendrán una mayor incidencia en la clasificación. En general, la clasificación de las obligaciones del fideicomiso se encuentra fuertemente relacionada con la calidad de los activos subyacentes.

Dependiendo de la estructura del fideicomiso y los activos subyacentes, se utilizan diversos métodos, siendo los dos más utilizados los siguientes:

1. Enfoque de la Pérdida Esperada
2. Método de los Multiplicadores

Independientemente del método que se aplique, salvo casos particulares, se utiliza adicionalmente un método de flujo de caja. Este análisis permite asegurar que los inversionistas reciban en tiempo y forma (según lo "prometido") el pago de las obligaciones.

1. Enfoque de la Pérdida Esperada:

La pérdida esperada para una obligación se calcula como el producto entre la probabilidad de incumplimiento y el porcentaje de pérdida producida por ese incumplimiento.

Existe una relación inversa entre la probabilidad de incumplimiento de un título clasificado y su clasificación, es decir, que ante una mayor probabilidad de incumplimiento, menor es la clasificación del título. Una vez determinada la pérdida, la clasificación se determina por tablas elaboradas en base a un análisis histórico de calificaciones internacionales otorgada por FitchRatings, Moody's y Standard & Poor's.

El tiempo es otro factor que entra en la relación entre probabilidades de incumplimiento y clasificaciones: ante un mayor tiempo de circulación del título clasificado, mayor la probabilidad de incumplimiento, dado un nivel específico de clasificación.

Respecto a los distintos tipos de activos subyacentes, existen básicamente dos posibilidades: (i) que se trate de un grupo pequeño de activos que cuenten con una clasificación de riesgo, o que debido a su escaso número se puede realizar un análisis en particular de la calidad crediticia del activo; o, (ii) un grupo de activos homogéneos no calificados, de número importante. En este último caso, se deben realizar estudios estadísticos del comportamiento histórico de los activos, para determinar su calidad y luego aplicar uno de los métodos para determinar la clasificación.

- **Para determinar la clasificación de una Titulización en la cual los activos subyacentes son pocos y cuentan con clasificación (o a ser calificados):**

En caso se trate de activos no calificados, pero susceptibles de ser calificados, AAI realizará un análisis de los activos en cuestión, de manera de determinar qué

clasificación le correspondería. Utilizando las calificaciones, se determina la pérdida esperada de cada activo mediante la tabla de pérdidas esperadas. Luego se suma la pérdida esperada de cada activo y se lo ajusta por la correlación que pueda existir entre cada activo. Se resta las mejoras crediticias y se calcula la pérdida esperada de la cartera de activos. Finalmente, se determina la clasificación a asignar a los títulos, utilizando la tabla de pérdidas esperadas.

- **Para determinar la clasificación de una Titulización en la que los activos subyacentes son muchos y no calificados (y no susceptibles de ser calificados):**

Cuando se trata de una cartera de activos numerosos o que no sean susceptibles de ser calificados, se determina el promedio de pérdida esperada de la cartera y su desviación estándar. El cálculo de la pérdida esperada se realiza básicamente utilizando información estadística sobre el tipo de activos que componen la cartera. Se determina un escenario base, que corresponde a la pérdida esperada promedio de la cartera. Luego, en función de la desviación estándar, se determina el peor escenario.

El cálculo de la pérdida esperada promedio y de su desviación estándar se realiza de la siguiente manera:

- a. Utilizando información estadística, se determina la probabilidad de incumplimiento de la cartera de activos: un promedio y una desviación estándar.
- b. Se analiza la información histórica para determinar la severidad de la pérdida de la cartera de activos ante un incumplimiento: es decir, cuánto se pierde, en porcentaje sobre el valor del activo, en caso que el activo incumpla. El porcentaje de pérdidas es igual a uno menos los recuperos.

- c. Se determina la pérdida esperada multiplicando la probabilidad de incumplimiento por la severidad de la pérdida y restando las mejoras crediticias. Se calcula un escenario base y el peor escenario, utilizando la desviación estándar.
- d. Determinada la pérdida esperada en el peor escenario, se utiliza una tabla de pérdidas esperada para otorgar la clasificación de los títulos o certificados de participación.

En ciertos casos se utilizan modelos matemáticos para determinar la pérdida esperada de los títulos. Se crean modelos en los cuales se tienen en cuenta todas las variables que afectan la probabilidad de incumplimiento de los activos y las variables que afectan el porcentaje de pérdida. El resultado de estos modelos es la pérdida a afrontar por el inversionista, cuando la misma exista.

2. Método de los Multiplicadores

Se calcula la pérdida histórica de la cartera de activos subyacentes, en función de la información que presenta el originador de los activos. Se tiene en cuenta la información estadística disponible, los métodos que dan origen a los activos, las causas que producen un incumplimiento en los activos y el momento en que se produce la pérdida. Cabe destacar que este enfoque no puede ser aplicado tácitamente a través de carteras de diferentes originadores, porque dichas carteras generalmente exhiben gran variabilidad alrededor del promedio. Esta variabilidad es particularmente alta para carteras con pocas estadísticas de performance o con pérdidas históricas que aún no llegan a su pico.

Por este método, se realiza una prueba de estrés de la pérdida histórica en función de la clasificación objetivo y luego se calcula el nivel de mejoras crediticias necesarias para

cubrir dicha pérdida. La siguiente tabla presenta, de una forma general, el nivel de estrés aplicado para cada clasificación:

Clasificación a Otorgar	Mejoras Crediticias
AAA	de 4 a 5 pérdidas históricas
AA	de 3 a 4 pérdidas históricas
A	de 2 a 3 pérdidas históricas
BBB	de 1 a 2 pérdidas históricas
BB	de 0.5 a 1 pérdidas históricas
B	Ninguna

Es importante aclarar que la tabla expuesta anteriormente es meramente orientativa, dado que existen activos de diferentes características que permiten una menor exigencia y otros que exigen mayores niveles de estrés. Los multiplicadores que se adoptan para cada clasificación dependen del tipo de activo fideicometido según la dispersión de las pérdidas históricas de los activos y de las características de la cartera titulizada. Para cada tipo de activo y para cada cartera en particular, se determinará un multiplicador correspondiente a cada nivel de clasificación.

ANEXO N° 3

PROSPECTO INFORMATIVO

Para la inscripción en el Registro de los valores emitidos con respaldo en patrimonios fideicometidos se deberá acompañar lo siguiente:

- Comunicación del representante legal correspondiente solicitando la inscripción de los valores en el Registro.
- Declaración suscrita por el originador y el emisor informando del acuerdo a que se refiere el segundo párrafo del Artículo anterior, con la fundamentación correspondiente.
- Copia del acuerdo del órgano social competente del o de los fideicomitentes para iniciar el proceso de titulación y decidir la transferencia fiduciaria de los activos que integrarán el patrimonio fideicometido.
- Declaración respecto de los efectos que se derivan de la transferencia fiduciaria de los activos en la situación financiera y el patrimonio del o de los fideicomitentes, suscrita por representante autorizado de los mismos.
- Prospecto informativo, con el contenido que se señala a continuación según en el Artículo 45 del Reglamento de los procesos de Titulación de Activos:
 - i. Carátula del prospecto informativo
 - ii. Índice del prospecto
 - iii. Resumen del prospecto
 - iv. Descripción de los factores que signifiquen un riesgo para las expectativas de los inversionistas

- v. Descripción general de la estructura de titulización, señalando, en el caso que se utilice más de un patrimonio de propósito exclusivo, todos aquellos datos relativos a éstos que sean de relevancia para los inversionistas.
 - vi. Descripción del patrimonio fideicometido que sirve de respaldo a los valores ofrecidos.
 - vii. Descripción de los valores que están siendo ofrecidos, con sus características.
 - viii. Descripción de la emisión y oferta
 - ix. Descripción de los participantes, de acuerdo a la estructura de titulización empleada.
 - x. Nombre y firma de los responsables de la elaboración del prospecto: Entidad estructurador o su representante, en su caso, así como del principal funcionario administrativo legal, contable y de finanzas.
 - xi. En un anexo, las cláusulas relevantes del contrato de fideicomiso, y la descripción de los demás contratos de importancia, indicando el lugar donde estarán a disposición de los inversionistas.
 - xii. En general, toda aquella otra información que sea relevante para los inversionistas y pueda influir o afectar su decisión de inversión.
 - xiii. Información adicional que establezca la SMV.
- Copia del instrumento relativo al contrato o acto unilateral constitutivo del fideicomiso, o el instrumento marco y su complemento, de ser el caso.
 - Contrato celebrado con el servidor para la administración del cobro de los derechos que confieren los activos, de ser el caso.
 - Contrato de custodia de los activos y documentos relativos a ellos, de ser el caso.

- Instrumento por el que se emiten los valores representativos de derechos de crédito
- Contrato suscrito con intermediario autorizado para la colocación de los valores, de ser el caso.
- Modelo del valor, cuando los valores a emitir vayan a ser representados mediante títulos.
- Los dos (2) últimos estados financieros auditados del patrimonio fideicometido, o por el tiempo de existencia, y últimos estados financieros sin auditar, debiendo contar en este último caso con opinión favorable de una reconocida sociedad auditora e incluir una descripción de los principios y principales políticas contables utilizadas y a utilizar para su elaboración.

De no haberse efectuado a través del acto constitutivo, instrumento por el que se designa al factor fiduciario y, cuando corresponda, a los miembros de la comisión administradora u órgano equivalente, acompañado de la declaración jurada de no encontrarse sujetos a impedimentos y Curriculum Vitae de cada uno de ellos.

- Toda aquella otra documentación e información que sean relevantes para los inversionistas.
- Toda aquella documentación e información adicional que solicite CONASEV.

Para la inscripción del valor en el Registro se requiere obtener la clasificación correspondiente en el caso de:

- i. Emisión de valores representativos de derechos crediticios; y,
- ii. Emisión de valores que representen un derecho de participación en un patrimonio fideicometido conformado preponderantemente por uno o más créditos.

ANEXO N° 4

LISTA DE EMPRESAS ENCUESTADAS

N°	NOMBRE	GIRO DEL NEGOCIO
1	Lapices y Conexos S.A. Layconsa	Otras industrias manufactureras
2	La positiva Vida Seguros y Reaseguros	Planes de Seguros de Vida
3	Universidad Católica Santa María	Enseñanza Superior
4	Michell y Cia S.A.	Fab. Otros prod. Textiles
5	Arequipa Expreso Marvisur E.I.R.L	Transporte de carga por carretera
6	Transportes Cromotex S.A.C	Otros tipos de transporte reg. Via ter.
7	Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Arequipa S.A.	Otros tipos de intermediación monetaria
8	Laboratorios Portugal S.R.L	Fab. De Prod farmaceuticos
9	Autrisa Automotriz Andina S.A	Venta de vehículos motorizados
10	Agricola Pampa Baja S.A.C	Explotación Mixta
11	Marquisa S.A.C. Contratistas Generales	Construcción de edificios completos
12	Corporación Vidrio Glass S.A.c	Vta. Mav de otros productos
13	Franky y Ricky S.A.	Fab. De prendas de vestir
14	Sociedad Eléctrica del sur oeste S.A.	Generación y dist. Energía electrica
15	Boutique Celular S.A.	Otros tipos de venta al por menor
16	Sedapar S.A.	Captación, depuración y dist. De agua
17	Corporación Aceros Arequipa S.A.	Fab. Productos de Hierro y Acero
18	Objettivo Lavoro Los Andes S.A.C.	Otros tipos de transporte reg. Via ter.
19	Art Atlas	Confeción tejidos
20	Equipos ATENUZ S.A	Alq. Maquinaria pesada para construcción
21	Fábrica de Chocolates “La Ibérica” S.A.	Elaboración de cacao, chocolates
22	Transportes Hagemsa	brinda servicios de transporte terrestre de materiales
23	Inca Tops S.A	Preparación y tejido de fibras
24	Compartamos Financiera	Otro tipo de intermediacion financiera
25	Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.	Extraccion de minerales metaliferos no ferrosos
26	Yura S.A.	Fabricacion de cemento, cal y yeso
27	Financiera Nueva Visión S.A.	otros tipos de credito
28	Ladrillera El Diamante S.A.C.	Favricacion de productos de ceramica
29	Inkabor S.A.C	Fab. Sustancias quimicas básicas
30	Club Internacional Arequipa	Otras actividades de tipo servicio
31	Papelera Panamericana S.A.	Fabricacion de papel y carton
32	Niza Región Sur S.A.C	Telecomunicaciones
33	Micro América Sistemas y Servicios S.A.	Otros tipos de ventas por menor
34	Consortio industrial Arequipa S.A.	Fab. De Jabones y detergente
35	Central Azucarera Chucarapi Pampa Blanca	Elaboración de azucar

ANEXO N° 5

MERCADO ALTERNATIVO DE VALORES (MAV)

I. ¿Qué es el Mercado Alternativo de Valores?

Un Mercado Alternativo de Valores es un sistema multilateral de negociación de valores para empresas en crecimiento de reducida capitalización, por lo tanto, genera oportunidades para que las pequeñas y medianas empresas puedan ingresar al mercado bursátil. En nuestro país el MAV permite que las empresas cuenten con: menores requerimientos y obligaciones de información inicial y periódica; están sujetas a menores tarifas y se busca que estén exoneradas del impuesto a las ganancias de capital y estas pueden negociar acciones de capital social, bonos e instrumentos de corto plazo.

Según Carro y Veloso (2010) las pequeñas y medianas empresa contarían con un mecanismo de financiamiento del que antes no disponían; tendrían continuamente, además, una valorización de mercado objetiva, ofrecerían a sus accionistas una vía de liquidez adicional o estarían en condiciones de presentarse como una empresa cotizada en un mercado de reconocido prestigio, con la consiguiente notoriedad que ello comporta.

Los inicios del MAV en el mercado internacional se remontan al AIM inglés, que ya tiene más de 15 años de existencia. Actualmente, en el mundo, son 15 los países que cuentan con un Mercado Alternativo.

En el ámbito nacional, el punto de partida se dio con Avanza BVL, el cual es un compromiso de la BVL conjuntamente con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Este programa brinda seminarios y talleres con temas referentes al financiamiento a través del mercado de valores, brinda evaluación y análisis de las estructuras financieras, legales y organizaciones de la empresa con su respectivo plan de acción.

Actualmente el Mercado Alternativo de Valores (MAV) al ser un sistema que incorpora a las pymes en el mercado bursátil, le permitirá al Estado seguir adelante con el proyecto de inclusión financiera iniciada con Avanza BVL, y que les dará a aquellas empresas la posibilidad de conseguir mayores beneficios.

II. ¿A qué empresas está dirigido?

El MAV está dirigido a empresas con las siguientes características:

- Empresas domiciliadas en el Perú
- Empresas cuyas ventas anuales promedio en los últimos 3 años, sean menores a S/. 200 millones, o su equivalente en dólares americanos. Si en 3 años consecutivos, la empresa tiene ventas anuales promedio mayores a S/. 200 millones, perderá su condición de mantenerse en el MAV. A partir del ejercicio siguiente, si la empresa no solicitó la exclusión del valor en el MAV, se sujetará a las normas aplicables en el Mercado Principal, lo que incluye las obligaciones de revelación de información, régimen sancionatorio, pago de contribuciones exigibles en dicho régimen, etc.
- Empresas sin valores listados en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) o en bolsas extranjeras
- Empresas que no estén obligadas a listar

III. ¿Cuáles son sus beneficios?

- Acceder a mayores montos de financiamiento y a menores tasas
- Reducción en 50% de las tarifas cobradas por la BVL, SMV y CAVALI
- Menores requisitos para la emisión y listado de valores
- Menores requerimientos y obligaciones de información

- Ahorro en costos de estructuración, asesoría legal, dado que las empresas utilizarán formatos estándares disponibles en el portal de la SMV
- Mayor exposición y prestigio frente a clientes y proveedores
- Aproximación a los Principios de Buen Gobierno Corporativo

IV. Procedimiento



Fuente y Elaboración: Bolsa de Valores de Lima

V. Requisitos

Requisitos Listado Mercado Principal Vs. Alternativo		
Aspectos	Mercado Principal	Mercado Alternativo
Ámbito y aplicación	Cualquier empresa domiciliada o no domiciliada que cumpla con los requisitos correspondientes al régimen general.	Empresas domiciliadas, con tres años de operación y con ventas anuales promedio no mayores a los S/. 200 millones. No disponible para entidades financieras
Valores que se pueden emitir	Todos: bonos corporativos, papeles comerciales, bonos titulizados.	Inicialmente normado solo para instrumentos de corto plazo

Representante de obligacionistas	Contar con un representante de obligacionistas (excepto cuando la emisión se dirige exclusivamente a inversionistas institucionales)	No es necesario contar con un representante de obligacionistas en el momento de efectuar la emisión de las obligaciones, siempre que el emisor asuma el compromiso de convocar a la asamblea de obligacionistas
Clasificadoras de Riesgo	Requieren dos clasificaciones de riesgo (excepto cuando la emisión se dirige exclusivamente a inversionistas acreditados donde se pide una clasificadora de riesgo)	Requiere solo una clasificación de riesgo
Presentación de información financiera	Se debe presentar información financiera individual y consolidada auditada anual. Se debe presentar estados financieros intermedios individuales y consolidados trimestralmente	Se debe presentar información financiera individual auditada anual. Se debe presentar estados financieros intermedios individuales semestralmente al 30 de junio.
Escritura pública de los contratos y actos de emisión	Es necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión	No será necesario elevar a escritura pública los contratos o actos de emisión, dentro o fuera del marco de un programa de emisión de valores de corto plazo
Informe de BGC	Presentar un informe anual sobre el cumplimiento de las PBGC	No es exigible la presentación de la información sobre el cumplimiento de las PBGC

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

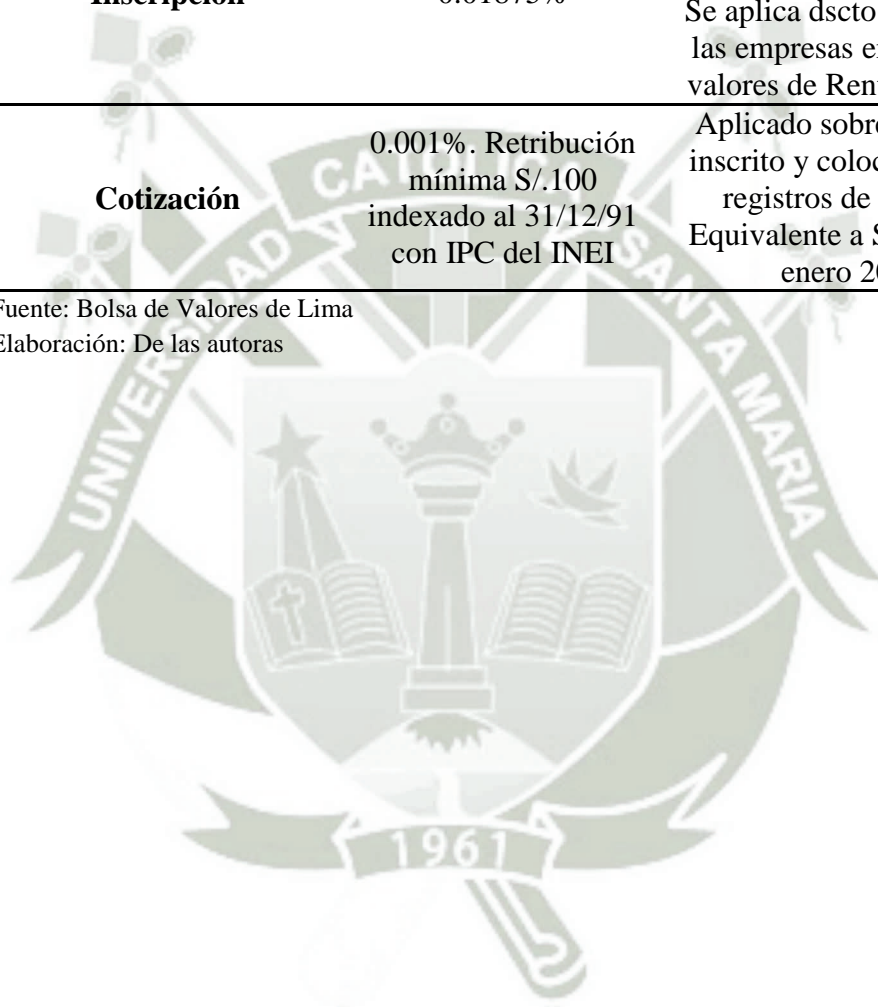
Elaboración: De las autoras

VI. Tarifas

Inscripción Emisor		
Tipo de trámite	Costo de inscripción	Observaciones
Renta Fija (Instrumentos de deuda – Bonos – Instrumentos de corto plazo)		
Inscripción	0.01875%	Aplicado sobre el monto inscrito y colocado en los registros de la BVL. Se aplica dscto. del 50% a las empresas emisoras de valores de Renta Variable
Cotización	0.001%. Retribución mínima S/.100 indexado al 31/12/91 con IPC del INEI	Aplicado sobre el monto inscrito y colocado en los registros de la BVL. Equivalente a S/.508.23 a enero 2013

Fuente: Bolsa de Valores de Lima

Elaboración: De las autoras



ANEXO N° 6: DATOS GENERALES POR COLOCACIÓN ENTRE EL 2005 – 2015

COLOCACIÓN DE BONOS DE TITULIZACIÓN														
Período: 2005 - 2015														
AÑOS	ORIGINADOR	EMISOR	ACTIVO TITULIZADO	PROPÓSITO	GARANTÍAS ADICIONALES	EMISION					MONTO		PLAZO	TASA DE COLOCACIÓN
							APOYO	PCR	CLASS	EQ	Mill. US\$	Mill. S/.		
2005	Financiera CMR	Credititulos Soc. Tit.	Cartera de cuentas por cobrar de clientes de la tarjeta de crédito CMR	El pago de intereses y principal de los Bonos y Certificados; la constitución de provisiones y la adquisición de nuevas cuentas por cobrar	Los activos del Patrimonio Fideicometido. Además existen garantías específicas para c/emisión	IP. 1E. SrA	AAA (pe)		AAA			60,00	3 años	5,5630%
						IP. 2E. SrA	AAA (pe)		AAA		20,00	3 años	5,5000%	
	Drokasa	Intertitulos Soc. Tit.	Flujos futuros y cuentas por cobrar provenientes de las operaciones de venta de Drokasa (Distribuidora de medicamentos, perfumería químicos) y Agrokaasa (exportador de espárragos verdes y uva de mesa)	El objetivo de la emisión fue reestructurar sus pasivos y financiar inversiones y otras actividades de su objeto social.	Fianza del IFC (International Finance Corporation) que cubre el 30% del saldo de los bonos; Fianza asumida por el originador	Serie 1	AAA		AAA	25,00	6 años	5,4200%		
	Cineplex	Intertitulos Soc. Tit.	Flujos de las ventas futuras que realice Cineplex en los Locales Elegidos (Cineplanet San Miguel, Cineplanet Centro, Cineplanet Alcázar y Cineplanet Primavera) y que sean pagadas en efectivo, en dólares o nuevos soles.	Servir de respaldo exclusivo a la emisión de los Bonos de Titulización realizada por la Sociedad Administradora en representación del Patrimonio Fideicometido.	Los activos subyacentes; Patrimonio Fideicometido de Usufructo y fianza del Originador.	1E. Sr.1	AA -(pe)		AA	8,00	5 años 5 meses	5,5900%		
	Continental Bolsa	Continental Soc. Tit.	Notas (Credit Linked Notes – CLN) emitidas por Bear Stearns Global Asset Holding, hoy parte de JP Morgan Chase & Co.	Respaldar el pago de los intereses y del principal de los bonos emitidos, así como para las operaciones del giro del negocio	100% respaldados por las inversiones del Patrimonio Fideicometido, cuyo riesgo crediticio está vinculado al riesgo de no pago de Bonos Soberanos de la República del Perú.	IP 1E. Unica		AAA	AAA	50,00	5 años	Libor 180 + 1.4%		
	Supermercados Peruanos	Intertitulos Soc. Tit.	Flujos de las ventas futuras que efectúen en sus locales y que sean pagadas mediante todas las tarjetas de crédito y/o débito afiliadas a las redes de visanet y expressnet.	Perfilar la deuda financiera del originador	El patrimonio podía vender este derecho de usufructo a un tercero para que operara dichos locales (los mejor ubicados del grupo Wong).	1E. Cl. B	AA +(pe)		AA+	8,00	7 años	6,5000%		
	Hunt Oil Company of Perú	Credititulos Soc. Tit.	Flujos provenientes de su participación en la venta de hidrocarburos (Gas Natural y Líquidos de Gas Natural) extraídos del Lote 88 (Proyecto Camisea).	Cancelar las obligaciones crediticias y otras obligaciones	Derechos de la venta de la participación mínima, pólizas de seguro cedidas al patrimonio, indemnización por transporte y la cesión de derechos del Acuerdo de Operación Conjunta	IP 1E. Sr.A	AAA (pe)	pAAA			77,75	15 años	Libor 90d. + 2.3125%	
IP. 2E. SrA						AAA (pe)	pAAA		50,00	5 años	Libor 90d. + 1.0%			
IP 3E. Sr.A						AAA (pe)	pAAA		22,25	15 años	7,1880%			
TOTAL 2005										241,00	80,00			

Fuente: Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados - SMV

Elaboración: De las Autoras

2006	Continental Bolsa	Continental Soc. Tit.	Notas (Credit Linked Notes – CLN) emitidas por Bear Stearns Global Asset Holding, hoy parte de JP Morgan Chase & Co.	Respaldar el pago de los intereses y del principal de los bonos emitidos, así como para las operaciones del giro del negocio	100% respaldados por las inversiones del Patrimonio Fideicometido, cuyo riesgo crediticio está vinculado al riesgo de no pago de Bonos Soberanos de la República del Perú.	IP. 2E. Unica		pAAA	AAA		20,00		5 años 5 meses	Libor 90 + 1.65%
						IP. 3E. Unica		pAAA	AAA		24,00		5 años 5 meses	Libor 160 + 1.60%
						IP. 4E. Unica		pAAA	AAA		6,00		5 años 10 meses	Libor 180 + 0.85%
	Municipalidad Metropolitana de Lima	Scotia Soc. Tit.	Cobro de peajes	Cubrir el Plan de Inversiones de la MML	Activos del PF, fianza solidaria, Contrato de Fideicomiso en Garantía y flujos relativos al Impuesto Vehicular	IP. 1E. Unica	AAA (pe)		AAA		50,00	7 años	7,1875%	
	Financiera CMR	Credititulos Soc. Tit.	Cuentas por cobrar de las líneas de crédito de la tarjeta de crédito CMR otorgadas a clientes elegidos.	El pago de intereses y principal de los Bonos y Certificados; la constitución de provisiones y la adquisición de nuevas cuentas por cobrar	Los activos del Patrimonio Fideicometido. Además existen garantías específicas para c/emisión	IP. 1E.Sr.B	AAA (pe)		AAA		20,00	3 años	7,3750%	
						IP. 2E. Sr.C	AAA (pe)		AAA		20,00	3 años	6,1250%	
	Wong y Metro	Scotia Soc. Tit.	Flujos de las ventas futuras efectuadas en sus locales y que sean pagadas mediante todas las tarjetas de crédito y/o débito afiliadas a las redes de visanet y expressnet.	Pagar los gastos del originador por la estructuración y financiar la expansión de las empresas del grupo y refinanciar pasivos y capital de trabajo	El patrimonio podía vender este derecho de usufructo a un tercero para que operara dichos locales (los mejor ubicados del grupo Wong).	IP. 1E. Sr.1 CLB	AA+ (pe)			AAA		30,00	7 años	7,5000%
						IP. 2E. Sr.1 CLB	AA+ (pe)			AAA		70,00	7 años	6,1875%
						IP. 2E. Sr.2 CLB	AA+ (pe)			AAA		20,00	10 años	6,5000%
	TOTAL 2006											50,00	210,00	
2007	Supermercados Peruanos	Intertitulos Soc. Tit.	Flujos que deriven de las ventas futuras que efectúen en sus locales y que sean pagadas mediante todas las tarjetas de crédito y/o débito afiliadas a las redes de visanet y expressnet.	Reperilar la deuda financiera del originador y financiar la primera etapa de expansión iniciada en el 2006	El patrimonio podía vender este derecho de usufructo a un tercero para que operara dichos locales	IP. 1E. Sr.1			AA	AA-		35,00	5 años 6 meses	6,0625%
	Financiera CMR	Credititulos Soc. Tit.	Cuentas por cobrar de las líneas de crédito de la tarjeta de crédito CMR otorgadas a clientes elegidos.	Respaldar el pago de los intereses y del principal de los bonos emitidos. Constituye una fuente alternativa de financiamiento para la institución, a la vez que diversifica el riesgo y disminuye el costo relativo de sus pasivos.	Los activos del Patrimonio Fideicometido. Además existen garantías específicas para c/emisión	IP. 2E. Sr.A	AA(pe)		AAA	AA		31,91	15 años	4,0000%
						IP. 3E. Sr.A	AAA(pe)				24,00	3 años	6,0625%	
						IP. 3E. Sr.B	AAA (pe)				15,00	3 años	5,8750%	
						IP. 4E. Sr.A	AA(pe)				15,00	15 años	6,4375%	
						4P. 5E.	AA(pe)				15,09	9 años	6,8750%	
	Municipalidad Metropolitana de Lima	Scotia Soc. Tit.	Cobro de peajes	Cubrir el Plan de Inversiones de la MML	Activos del PF, fianza solidaria, Contrato de Fideicomiso en Garantía y flujos relativos al Impuesto Vehicular	IP. 2E. Unica	AAA(pe)		AAA			40,00	6 años	7,1875%
						IP. 3E. Unica	AAA (pe)				30,00	6 años	7,1875%	
						IP. 4E.	AAA (pe)				40,00	5 años 4 meses	7,1875%	
	BBVA Banco Continental	Continental Soc. Tit.	Cuentas por cobrar asociadas a contratos de préstamos hipotecarios otorgados por BBVA Continental	Respaldar el pago de los intereses y del principal de los bonos emitidos.	Mantiene una garantía parcial del BID, así como con un sobrecolateral compuesto por cartera hipotecaria adicional	5P. 1E.	AAA(pe)		AAA			23,75	18 años	6,7500%
5P. 1E.						AAA(pe)		1,25			-	-		
TOTAL 2007											40,00	231,00		

Fuente: Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados - SMV

Elaboración: De las Autoras

2008	Municipalidad Metropolitana de Lima	Scotia Soc. Tit.	Cobro de peajes	Cubrir el Plan de Inversiones de la MML	Activos del PF, fianza solidaria, Contrato de Fideicomiso en Garantía y Flujos relativos al Impuesto Vehicular	IP 5E	AAA (pe)		AAA			30,00	5 años	7,1875%
						IP 6E.Única	AAA(pe)		AAA			20,00	4,6 años	7,1875%
	Banco Falabella Perú S.A.	Credititulos Soc. Tit.	Cuentas por Cobrar de clientes de la tarjeta de crédito CMR Falabella	El pago de intereses y principal de los Bonos y Certificados; la constitución de provisiones y la adquisición de nuevas cuentas por cobrar	Los activos del Patrimonio Fideicometido. Además existen garantías específicas para c/emisión	IP 3E. Sr.C	AAA(pe)		AAA			20,00	3 años	5,8125%
						IP 3E. Sr.D	AAA(pe)		AAA			25,00	3 años	6,6875%
TOTAL 2008											95,00			
2009	Municipalidad Metropolitana de Lima	Scotia Soc. Tit.	Cobro de peajes	Cubrir el Plan de Inversiones de la MML	Activos del PF, fianza solidaria, Contrato de Fideicomiso en Garantía y flujos relativos al Impuesto Vehicular	IP. 1E. Única	AAA(pe)		AAA			40,00	03.58 años	7,1875%
	Banco Falabella Perú S.A.	Credititulos Soc. Tit.	Cuentas por Cobrar de clientes de la tarjeta de crédito CMR Falabella	El pago de intereses y principal de los Bonos y Certificados; a la constitución de provisiones y la adquisición de nuevas cuentas por cobrar	Los activos del Patrimonio Fideicometido. Además existen garantías específicas para c/emisión	IP. 4E.Sr.A	AAA(pe)		AAA			30,00	5 años	5,5625%
	TOTAL 2009											70,00		
2010	Banco de Crédito del Perú y Banco Internacional del Perú	Titulizadora Peruana Soc. Tit.	Créditos Hipotecarios del BCP e Interbank	Obtener Liquidez	La Corporacion Financiera internacional (IFC) otorga una garantía hasta por el 1% del Saldo Vigente, en respaldo del pago de principal e intereses	Emisión Única	AAA(pe)		AAA.pe		32,46		20 años	4,8000%
	Banco de Crédito del Perú y Banco Internacional del Perú	Titulizadora Peruana Soc. Tit.	Créditos Hipotecarios del BCP e Interbank	Actúa como colateral de la cartera que respalda los preferentes	Garantías hipotecarias de los créditos transferidos	Emisión Única	BBB(pe)		BBB+.pe		2,07		20 años	9,0000%
	TOTAL 2010											34,53		

Fuente: Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados - SMV

Elaboración: De las Autoras

2011	Hunt Oil Company of Perú	Credititulos Soc. Tit.	Ventas de los hidrocarburos extraídos del Lote 56 (Camisea)	Cancelar las obligaciones crediticias y otras obligaciones	Derechos de crédito de las ventas, derechos de pólizas de seguros, derechos de operación conjunta y derechos de Contrato de Licencia	2P.1E. Sr.A	AAA (pe)	pAAA			13,58		14 años 2 meses	6,8438%
						2P. 2E. Sr.A	AAA (pe)	pAAA			40,00		3 años 2 meses	4,2500%
						2P. 3E. Sr.A	AAA (pe)	pAAA			146,42		14 años 2 meses	Libor 180 días +3.81250%
	Scotiabank Perú S.A.A. (Mall Aventura Trujillo)	Scotia Soc. Tit.	Derechos de cobro y cuotas futuras pendientes del Contrato de arrendamiento Financiero; rentas por alquileres a locatarios.	Reemplazar los fondos utilizados por el originador para el financiamiento de la Fabrica derivado del Contrato de Arrendamiento Financiero	Fianza solidaria del deudor y fideicomiso en Garantía conformado por: i) cesión de posición contractual del CAF; ii) transferencia en dominio fiduciario del terreno y la fabrica y, iii) derecho de uso de superficie del terreno	1P.1E. Única	AA (pe)			AA.pe	64,48		10 años	8,0313%
TOTAL 2011											200,00	64,48		
2012	Inmuebles Panamericana S.A.	Credititulos Soc. Tit.	Cuentas por cobrar arriendos, aportes de mantenimiento, marketing e ingresos por servicios de IPSA	Rescatar los Bonos de La Segunda, Cuarta y Quinta Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización; la Constitución de la CRB y solventar la ampliación de Mega Plaza Norte y la construcción de Mega Plaza Chimbote, Mega Plaza Villa el Salvador y otras inversiones	Fideicomiso en garantía de los inmuebles denominados Sub Lote A y C, ubicados en Av. Alfredo Mendiola y Av. Industrial, respectivamente y las construcciones actuales y futuras ahí desarrolladas; Fianza del Originador	10P. 1E.	AA(pe)			AA.pe	80,76		15 años	7,8125%

Fuente: Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados - SMV

Elaboración: De las Autoras

2013	Credicorp Capital SAB S.A. Bonos Estructurados de titulización TIANA	Credititulos Soc. Tit.	Depositos a plazos a tasa fija de 3,85% en el BCP; opcion "Call" sobre el índice JP Morgan "ETF Eficiente 5"	Adquiere: i) Instrumentos y activos subyacentes, o ii) Notas de Capital Protegido. Las cuales acumula hasta poder completar el Nivel de Protección prometido	No existen garantías. Los valores será respaldados por los Activos que integran el Patrimonio Fideicometido	1P. 1E.		pAAA	AAA			103,16	2 años	Capital Protegido	
			Depositos a plazos a tasa fija de 3,49% en el BCP; opcion "Call" sobre el índice JP Morgan "ETF Eficiente 5"			2P. 1E.		pAAA	AAA			38,34	2 años	Capital Protegido	
			Depositos a plazos a tasa fija de 3,73% en el BCP; opcion "Call" sobre el índice propietario de BNP Paribas "BNP GURU Global Emerging 6% Volatility Target"			3P. 1E.		pAAA	AAA				23,25	2 años y 3 meses	Capital Protegido
	Los Portales S.A.	Continental Soc. Tit.	Cuentas por cobrar asociadas a proyectos de habitación urbana, respaldadas por letras de cambio	Prepago de cuentas por pagar con terceros, las cuales ascendían a US\$ 76,3 millones	Fideicomiso de Inmuebles conformado por los lotes de terreno asociados a las cuentas por cobrar cedidas. Carta fianza	1P. 1E.	AA -(pe)			AA-pe	25,00		8 años	7,3438%	
	Hunt Oil Company of Perú	Credititulos Soc. Tit.	Derechos de crédito por las ventas de GN y LGN extraídos del lote 88; los flujos a recibir de sus ventas, pólizas de seguros, y derechos del Acuerdo de Operación Conjunta (JOA)	Prepagar el préstamo de mediano plazo con el BCP y optimizar la estructura de capital del Originador	Derechos de crédito de las ventas, derechos de pólizas de seguros, derechos de operación conjunta y derechos de Contrato de Licencia	3P. 7E.	AAA (pe)	pAAA				173,57		10 años	Libor 180 +3.1250
						3P. 8E.	AAA (pe)	pAAA			50,00		5 años	4,4375%	
						3P. 10E.	AAA (pe)	pAAA			104,47		9 años y 6 meses	Libor 180 +3.375	
Abengoa Transmisión Norte	Credititulos Soc. Tit.	Concesión SGT de la línea de transmisión 220 kV derechos y obligaciones de la concesión, bienes de la concesión, derechos de cobro, flujos dinerarios, contratos de fibra óptica, contratos de conexión, credito fiscal	i) pagar íntegramente los costos y gastos de la estructuración y colocación de la deuda anterior, ii) cancelar la deuda bancaria, iii) fondear la cuenta de reserva y iv) para otros usos corporativos	i) Activos del Patrimonio Fideicometido, ii) Hipoteca sobre la Concesión SGT y los bienes de la Concesión, iii) Cuenta Reserva	1P. 1E.	AA +(pe)		AAA			15,00		5 años	3,8438%	
					1P. 2E.	AA +(pe)		AAA		50,00		15 años	6,1563%		
					1P. 3E.	AA +(pe)		AAA		45,00		26 años	7,5313%		
Scotiabank Perú S.A.A. (Mall Aventura Bellavista)	Scotia Soc. Tit.	Derechos de cobro y las cuotas futuras pendientes del Contrato de Arrendamiento Financiero, y las rentas por alquileres a locatarios	Reemplazo de los fondos empleados en el CAF para el financiamiento de la Fabrica, a una tasa de interés menor	Fianza solidaria del deudor y fideicomiso en garantía conformado por: i) cesión de posición contractual del CAF, ii) transferencia en dominio fiduciario del terreno y la fabrica y iii) derecho de uso de superficie de terreno	1P. 1E.	AA (pe)			AA.pe	84,32		12 años	7,3750%		
Inversiones La Rioja S.A	Scotia Soc. Tit.	Derechos de cobro, flujos dinerarios por la venta de muebles y otros derechos del hotel JW Marriot Lima	Refinanciar sus pasivos y desarrollar su plan de expansión	Fideicomiso en Garantía sobre los activos de JW Marriot Lima; Fianza del Originador	1P. 1E.	AA (pe)			AA.pe	40,00		20 años	7,2813%		
TOTAL 2013											503,031	249,067			

Fuente: Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados - SMV

Elaboración: De las Autoras

2014	Hunt Oil Company of Perú	Credicorp Capital Soc. Tit.	Derechos de crédito por las ventas de GN y LGN extraídos del lote 88; los flujos a recibir de sus ventas, polizas de seguros, y derechos del Acuerdo de Operación Conjunta (JOA)	Prepagar el préstamo de mediano plazo con el BCP y optimizar la estructura de capital del Originador	Derechos de crédito de las ventas, derechos de polizas de seguros, derechos de operación conjunta y derechos de Contrato de Licencia	3P. 12E.	AAA (pe)	pAAA			26,97		4 años 9 meses	4,1875%
	Scotiabank Perú S.A.A. (C. C. Atocongo Open Plaza y C. C. Los Jardines Open Plaza)	Scotia Soc. Tit.	Derechos de cobro y las cuotas futuras pendientes del Contrato de Arrendamiento Financiero, y las rentas por alquileres a locatarios	Reemplazar el 100% de los fondos utilizados por el Originador para los financiamientos de las Fábricas derivado de los Contratos de Arrendamiento Financiero	Constitución de una Cuenta de Reserva, garantía de la Fábrica y el Terreno de los Centros Comerciales y una fianza corporativa de Open plaza	1P. 1E.			AA+	AA+(pe)		54,41	14 años	7,1250%
	TOTAL 2014										26,969	54,405		
2015	Red Eléctrica del Sur S.A y Transmisora Eléctrica del Sur S.A.	Scotia Soc. Tit.	Flujos dinerarios provenientes de contratos de concesión, conexión de fibra óptica y de AOM	Financiar capital de trabajo, pago de créditos, sustituir préstamos de accionistas, fondar las reservas y otros usos corporativos	Activos de Patrimonio Fideicometido y Cuenta Reserva	7mo. Pr. - Ira. Em. Serie A			AAA	AAA(pe)	70,00		15 años	4,9688%
						7mo. Pr. - 2da. Em. Serie A			AAA	AAA(pe)	40,00		28 años	5,7500%
	Credicorp Capital SAB S.A. Bonos Estructurados de titulización . TIANA	Credicorp Capital Soc. Tit.	Instrumento: Deposito a plazo a tasa fija en Mibanco; activo: opción de compra sobre el índice "Multi-Asset Diversified Index" propietario de BNP Paribas	Adquiere: i) Instrumentos y activos subyacentes, o ii) Notas de Capital Protegido. Con dichos fondos se paga la comisión de estructuración y Administración y el remanente es depositado en la cuenta administrativa	No existen garantías. Los valores será respaldados por los Activos que integran el Patrimonio Fideicometido	14vo. Pr. Ira. Em. Única			pAAA	AAA		30,54	2 años	Capital Protegido
						14vo. Pr. 2da. Em. Única			pAAA	AAA	14,81	3 años 6 meses	Capital Protegido	
14vo. Pr. 3ra. Em. Única								pAAA	AAA	12,57	3 años 6 meses	Capital Protegido		
TOTAL 2015										137,37	30,54			

Fuente: Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y Superintendencia Adjunta de Supervisión de Conductas de Mercados - SMV

Elaboración: De las Autoras