

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ: UN ENFOQUE PRÁCTICO

Eduardo Jara Ortega¹

Daniel Eduardo Jara Rodríguez²

Fecha de publicación: 23/07/2017

Sumario: Introducción. **1.** Definición y caracterización de la titulización de activos en el Perú. **2.** Proceso de titulización de activos. **3.** Alternativas o formas de titulización en el Perú. Conclusiones. Bibliografía.

Resumen: En el presente artículo se aborda la figura de la titulización de activos, en principio contextualizándola como una alternativa de financiamiento empresarial en el mercado de valores, para luego definirla de acuerdo a la regulación peruana pertinente, precisando los elementos constitutivos de dicha definición, a efectos de aclararla y concordar el lenguaje técnico-financiero con el jurídico. Acto seguido, se esboza de manera breve y precisa, el proceso de titulización de activos, determinando sus objetivos esenciales respecto al aislamiento del riesgo y transformación de activos ilíquidos en líquidos, para luego señalar los medios de titulización que la regulación de la Superintendencia de Mercado de Valores habilita en nuestro país, que son el fideicomiso de titulización, la sociedad de

¹ Doctor en Ciencias Empresariales y Magister en Finanzas y Administración de Negocios por la Universidad Nacional de San Agustín. Contador Público Colegiado por la Universidad Católica de Santa María y Bachiller en Derecho y Ciencias Políticas por la Universidad Los Ángeles de Chimbote.
eduarj37@hotmail.com

² Especialización en Mercado de Valores por la Universidad Privada de Ciencias Aplicadas (UPC). Bachiller en Contabilidad por la Universidad Nacional de San Agustín y estudiante del X semestre de la carrera profesional de Derecho de la Universidad Católica San Pablo.
daniel.jara.rodriguez@ucsp.edu.pe

propósito especial y otros que establezca la SMV. Finalmente, se desarrolla como se aplica la titulización de activos en el mercado peruano, señalando en que actividades y los principales casos de éxito, explicando las razones esenciales de porque se prefiere de manera casi exclusiva en nuestro país la titulización de activos a través de fideicomisos en titulización frente a las sociedades de propósito especial.

Palabras clave: Titulización-Activos-Práctico-Regulación-Perú

INTRODUCCIÓN

Los mercados de capitales tienen un rol fundamental en el sistema financiero y desarrollo económico de un país, promoviendo y regulando mecanismos de distribución y flujo de ahorro, asegurando el financiamiento de los gobiernos, entidades financieras y corporaciones. El mercado de valores peruano ofrece distintas alternativas de financiamiento empresarial, las cuales permiten fondear a las empresas y generarles mejores condiciones en sus operaciones de financiamiento, es así que en el año 2015 el financiamiento a empresas en el mercado de valores logró crecer un 19.5%³, evidenciándose un mayor y mejor uso de los diferentes vehículos que este mercado ofrece.

En este contexto, una de las alternativas de financiamiento empresarial con mayor crecimiento en cuanto a su utilización es la titulización de activos, figura en un inicio poco conocida pero ahora ya estudiada y aplicada en profundidad. Sin embargo, pese a la diversa bibliografía respecto a ella, siempre se abarca este tema con un enfoque enteramente técnico y descriptivo, no profundizando en la “ratio essendi” de esta figura, y dejando de lado la explicación real de su forma de aplicación en el Perú.

A través de este breve artículo pretendo dar los alcances básicos respecto al funcionamiento de la titulización de activos, incidiendo en sus aspectos prácticos y las particularidades en la legislación que definen la estructuración de estas operaciones de financiamiento, de este modo concordando el lenguaje técnico-financiero y jurídico que se emplea en la legislación, explicando el origen de dichos términos.

1. DEFINICIÓN Y CARACTERIZACIÓN DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

La ley del mercado de valores (LMV en adelante) le dedica todo el TÍTULO XI de su articulado a la titulización de activos, definiéndola en su artículo 291° de la siguiente manera: “Titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de

³ <http://gestion.pe/mercados/financiamiento-empresas-mercado-valores-crecio-195-2015-2152097>

los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores.”

A simple lectura, para un abogado ajeno al mundo de las finanzas, este concepto parece bastante confuso, lo cual a nuestro criterio no adolece de verdad. Frente a ello quizá lo más fácil es conceptualizar los términos integrantes de la definición, siendo en realidad lo fundamental para el entendimiento de esta figura explicar el origen y contexto de estos.

En el ámbito empresarial, la estructura económica y financiera de la empresa se plasma de manera más básica a través de un “esquema T”, el cual es un modo simplificado de representar un balance general o estado de situación financiera, el cual contiene información esencial de la empresa, la misma que está plasmada en los siguientes elementos, que serán definidos de forma sencilla, distinta a la de la LMV, pero guardando su contenido fundamental y precisando este.

- Activos: son todos los bienes y derechos que la empresa posee. Estos pueden ser corrientes, cuando se espera que sean realizables o convertibles en dinero en menos de un año, en ese sentido también se les llama “líquidos”, pues pueden fluir libre y rápidamente (mercaderías para vender y de fácil colocación, cuentas por cobrar a los clientes por venta de mercaderías, etc.) y no corrientes, cuando el periodo para mantenerlos en la empresa y transformarlos en dinero excede a un año (terrenos, vehículos, etc.)

- Pasivos: también conocidos como deuda, son todas las obligaciones financieras que tiene la empresa producto de sus operaciones. Al igual que el activo, pueden ser corrientes, cuando se espera que el pago de la obligación sea realizado en menos de un año (cuentas por pagar a los proveedores, pago de un arrendamiento mensual, etc.) y no corrientes, cuando se espera cumplir con la obligación en un plazo mayor a un año (préstamos a largo plazo, provisiones a largo plazo de restauración del lugar de operación, etc.).

- Patrimonio: también llamado por algunos tratadistas “deuda a los accionistas” o “capital”. Se configura como el resultado de restar al total de activos el total de pasivos, siendo en consecuencia el resultado una obligación por parte de la empresa en favor de los accionistas, quienes en un principio aportaron el capital necesario para la constitución y puesta en marcha de esta.

Ya entendidos estos conceptos, debemos precisar para que sirve una titulización de activos, lo cual nos ayudara e entender las demás partes integrantes de la definición dada por la LMV.

Las empresas, por motivo de sus actividades diarias necesitan capital de trabajo, que se define como “la diferencia entre los activos de corto plazo y los pasivos de corto plazo de una empresa”⁴, o por motivos de planes de expansión requieren grandes sumas dinerarias para invertir, la idea central es que siempre necesitan dinero, el cual muchas veces no tienen. Ante ello pueden recurrir a diversos medios de financiamiento empresarial, no obstante, la situación financiera de una empresa impacta generando castigos y consecuentes tasas de interés más elevadas al recurrir a los medios de financiamiento tradicionales como bancos, papeles comerciales o bonos corporativos.

Ante ello surge la titulización de activos, la cual consiste en separar de los activos de la empresa, una porción que sea ilíquida y que adicionalmente tenga una buena calidad para hacer atractiva la titulización (por ejemplo, deudas por cobrar a largo plazo a Telefónica, empresa sólida y con presencia internacional), y en el nombre de esta emitir obligaciones (bonos titulizados), que adquirirán terceros, siendo que dicho flujo de dinero luego será restituido a la sociedad originadora.

Algunos de los beneficios de la titulización de activos son los siguientes⁵:

a) Permite a las empresas que cuentan con activos ilíquidos mejorar sus índices financieros y la cotización de sus títulos representativos de capital social.

b) El menor costo que represente para las empresas obtener recursos financieros.

c) Eliminación o reducción del denominado riesgo país.

d) La posibilidad de obtener un índice previsible de interés por los créditos colocados a terceros, equiparándose con los que cobran las entidades del sistema financiero nacional en la operación de crédito.

⁴ Brealey R., Myers S. y Allen F., *Principios de Finanzas Corporativas*, Mc Graw Hill, 2009, 9^{na} ed., p. 145.

⁵ Lazo Navarro, Jorge, “Una Visión General Sobre la Titulización de activos en el Perú”, THEMIS, 2007, N° 54, pp. 191-192

e) Permite equiparar las tasas de interés, en especial en lo relativo al financiamiento bancario, toda vez que los bancos colocan capital a una tasa fija y obtienen financiamiento a una tasa de interés flotante.

f) Se obtiene un mayor nivel de liquidez, que derivará en una mayor capacidad de inversión y crecimiento de las empresas.

g) Un mejor retorno para los inversionistas con relación al riesgo de su inversión.

h) Posibilita el spread o ganancia por diferencia entra las tasas de crédito.

2. PROCESO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

2.1 Objetivos de la titulización de activos

El objetivo fundamental de este proceso será aislar el riesgo y sustituir los activos ilíquidos por activos líquidos.

2.1.1 Aislar el riesgo

a) El originador, actuando en conjunto con la sociedad titulizadora deben constituir el patrimonio sujeto a titulización.

b) El originador deberá realizar la transferencia de los activos ilíquidos seleccionados para conformar el patrimonio.

c) El patrimonio independiente, emitirá bonos, los cuales tienen como única garantía y respaldo los activos transferidos a este.

d) Los recursos líquidos serán transferidos al originador.

e) Se configura una especie de separación defensiva de activos, en cuanto ésta según su definición “impide a los acreedores de la sociedad ejecutar los activos personales de los accionistas”⁶, adaptada al caso en concreto, el crédito del bonista alcanza solo recursos del patrimonio autónomo y en ningún caso a los recursos del originador

f) El originador determina reglas para uso de recursos en acto constitutivo.

g) No procede en caso de transferencias a título oneroso, anulación, nulidad o ineficacia de acto constitutivo por fraude, cuando: 1) pueda generar perjuicio a quien adquiere el bono en oferta pública o 2) cuando

⁶ Hansmann H. y Kraakman R., “El rol esencial del derecho de las organizaciones”, THEMIS, 2003, N° 43 p. 19.

pueda generar perjuicio a quien adquiere el bono vía negociación privada, siempre que hubiera obrado de buena fe.

2.1.2 Transformación de activos ilíquidos en líquidos

En el escenario de la pre titulización, el pasivo corriente será mayor que el activo corriente y el activo no corriente será mayor al pasivo total, en consecuencia habrá una iliquidez de la empresa pese a tener en general una mayor cantidad de activos que de pasivos. Ante esta situación es necesario volver esos activos no corrientes o ilíquidos en líquidos.

Respecto al escenario post titulización, se verificará que el activo corriente será mayor al pasivo total, en ese sentido se configura un intercambio de estructura de activos, lo que algunos conocen como la “alquimia de la titulización”, volviendo una empresa ilíquida en líquida.

2.2 Alternativas o formas de titulización en el Perú

La LMV establece necesariamente la conformación de un patrimonio de propósito exclusivo para el proceso de titulización de activos, habiendo tres alternativas reguladas por la Superintendencia de Mercado de Valores para ejecutarla:

a) Fideicomiso de titulización: solo las sociedades tituladoras reguladas por la SMV pueden establecer patrimonios fideicometidos. Se refiere a una transferencia fiduciaria de los bienes objeto de la titulización. No existe transferencia real, toda vez que la finalidad específica de los bienes entregados en fideicomiso es servir exclusivamente en garantía.⁷ Es definida en la LMV como: “Una persona denominada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y que respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario y las demás obligaciones que asuma conforme a lo previsto en el artículo 2912^o”.

b) Sociedad de propósito especial: es una entidad que se crea con el único fin de realizar una transacción financiera, operación o una serie de operaciones. La LMV la define: “Son sociedades de propósito especial las sociedades anónimas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios, y cuyo objeto social limita su

⁷ Llontop Chávarri, Carlos, “Tratamiento tributario de las principales innovaciones financieras” V Jornadas Nacionales de Derecho Tributario, Instituto Peruano de Derecho Tributario, N° 33, p.62

actividad a la adquisición de tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio.”

c) Otros que establezca la SMV: esta figura no está desarrollada y falta claridad respecto a ella.

3. APLICACIÓN DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL MERCADO PERUANO

Actualmente, esta figura se utiliza para temas inmobiliarios, malls y proyectos de inversión y expansión empresarial en general. Es interesante resaltar que adoptando experiencias anglosajonas, los activos titulizados con éxito en el Perú hay sido muy diversos, Jesús Tong Chang⁸ recoge las siguientes experiencias:

a) Ferreyros S.A.A.: el originador cedió en propiedad fiduciaria al fiduciario una parte de su cartera de créditos de maquinaria y equipos, expresados en cuentas por cobrar, a efectos de incorporarse en el patrimonio fideicometido. Tuvo como finalidad la necesidad de financiamiento a largo plazo para cubrir periodos de desfase entre sus compras y ventas.

b) Creditítulos Sociedad Tituladora S.A.: entidad que conforma parte de la división de mercado de capitales del Banco de crédito del Perú, la cual actuando como originadora, adquiere los inmuebles denominados “Edificios San Isidro” a la empresa Alicorp y los incorpora a un patrimonio fideicometido. Su titulización de activo tuvo el fin de realizar inversiones inmobiliarias.

c) Alicorp S.A.A.: con el fin de cancelar obligaciones asumidas por la empresa, realizó una titulización a través de la constitución de un patrimonio autónomo en fideicomiso para emitir bonos de titulización, los cuales estaban respaldado por flujos futuros de Alicorp.

d) Química del Pacífico S.A. – Quimpac S.A.: las razones para realizar el proceso de titulización fueron las de efectuar una reestructuración financiera, mediante la cual se cambie la proporción de pasivo corriente y pasivo no corriente. Para ello se constituyó en patrimonio fideicometido los flujos futuros que se deriven de las ventas de sal y productos químicos que se realicen a determinados clientes

⁸ Tong J. y Díaz E., *Titulización de Activos en el Perú*, Universidad del Pacífico, 2003, pp. 29-59

e) E. Wong S.A. & Hipermercado Metro S.A.: la necesidad de realizar una reestructuración de la relación entre sus pasivos corrientes y su total de pasivos, llevo a esta empresa a constituir un patrimonio fideicometido respaldado por los flujos futuros que se originen por ventas que se efectúen en determinados locales y a través de ciertas tarjetas de crédito y/o débito.

Una particularidad del funcionamiento de la titulización de activos en el Perú es que esta se configura casi de manera exclusiva a través del fideicomiso de titulización, cuestión no abordada en la doctrina, pero de vital importancia para la explicación y afinamiento de la legislación respecto al tema. Para explicar este fenómeno nos debemos remitir a la Ley General de Sociedades, la cual contiene las reglas aplicadas a la sociedad anónima, la cual debe ser la forma de constitución societaria de las sociedades de propósito especial.

El motivo fundamental de no optar por las sociedades de propósito especial, es que estas implican un costo de administración y constitución mayor, lo que encarece la operación de titulización. El motivo de ello es que debe haber una sociedad por cada patrimonio que se constituya como consecuencia del proceso de titulización de activos, ello deriva en que se debe tener un gerente, directorio, trabajadores y otros elementos, los cuales generan costos que impactan en la eficiencia de la titulización.

Por otro lado, la figura del fideicomiso de titulización, permite que una única sociedad titulizadora, administre una variedad de patrimonios fideicometidos, en ese sentido los costos de administración son menores y por lo tanto se realiza una titulización más eficiente.

CONCLUSIONES

1. La titulización de activos se configura como una de las mejores alternativas de financiamiento a empresas que tienen una inversión en su estructura financiera (más pasivos corrientes que activos corrientes) y por lo tanto problemas de liquidez, aprovechando la presencia de activos no corrientes de gran calidad, para generar activos corrientes.
2. Los beneficios que en determinados casos representa realizar un titulización de activos frente a otros medios de financiamiento tradicional, han llevado a esta figura a aumentar su incidencia y uso en el mercado de valores peruano.
3. La preferencia por los fideicomisos de titulización frente a la constitución de sociedades de propósito especial es producto de los

mayores costos de administración que esta última genera, ello al estar sujeta a las normas de las sociedades anónimas, contenidas en la Ley General de Sociedades.

BIBLIOGRAFÍA

Brealey R., Myers S. y Allen F., “*Principios de Finanzas Corporativas*”, Mc Graw Hill, 2009, 9^{na} ed., p. 145.

Hansmann H. y Kraakman R., “*El rol esencial del derecho de las organizaciones*”, THEMIS, 2003, N° 53, p. 19.

Llontop Chávarri, Carlos, “*Tratamiento tributario de las principales innovaciones financieras*”, V Jornadas Nacionales de Derecho Tributario, Instituto Peruano de Derecho Tributario, N° 33, p.62.

Lazo Navarro, Jorge, “*Una Visión General Sobre la Titulización de activos en el Perú*”, THEMIS, 2007, N° 54, pp. 191-192.

Tong J. y Díaz E., “*Titulización de Activos en el Perú*”, Universidad del Pacífico, 2003, pp. 29-59.