
Financiamiento

Titulización: nueva alternativa de inversión y financiamiento en el Perú

Pedro Arroyo Gordillo

Ingeniero industrial por la Universidad de Lima. Máster en Banca y Finanzas por la Universidad de Lima. Subgerente ejecutivo de negocios del Norbank-Banco Regional.

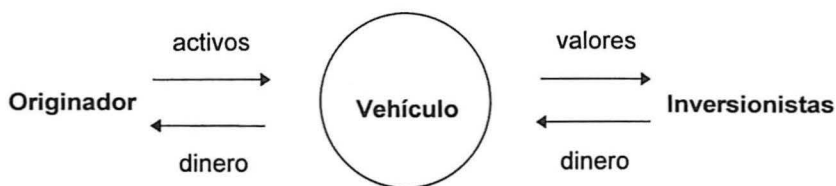
El abanico de posibilidades de inversión, que se abre con alternativas tales como los procesos de titulización y los fondos de inversión, facilitaría el financiamiento de las empresas nacionales que tienen ciertas dificultades en la obtención de recursos financieros con tasas de interés preferenciales.

El nuevo instrumento financiero, que ha visto la luz con la puesta en vigencia de la nueva Ley del Mercado de Valores, es la titulización de activos. Este proceso implica la transformación de activos en títulos valores que serán colocados en los mercados capitales.

1. Introducción

La titulización incluida en la nueva Ley del Mercado de Valores (decreto legislativo N° 861), y al amparo del reglamento de los procesos de titulización de activos, aprobado por resolución Conasev N° 001-97-EF/94.10, constituye un proceso mediante el cual una empresa que tiene requerimiento de capital para financiar sus actividades, otorga liquidez a una serie de activos de su propiedad. (Véase gráfico N° 1).

Gráfico N° 1
Modo de titular un activo



Esto se hace a través de una operación de fideicomiso que suscribe con una sociedad titulizadora, la cual a su vez emitirá valores mobiliarios respaldados sobre los activos sujetos a titulización y los transará en el mercado.

Para ello, el activo o conjunto de activos que se pretenda utilizar deberá formar un "patrimonio autónomo", es decir, se separa del balance de la empresa, y a partir de ello se emite títulos valores de renta fija (bonos, certificados, etc) o variables (acciones). Estos instrumentos podrán ser adquiridos por los inversionistas mediante oferta pública y también privada. El producto de la colocación de estos valores constituirá ingresos para la empresa.

Al recibir estos recursos la empresa deberá honrar los compromisos asumidos con los inversionistas que adquirieron los valores emitidos a partir de los activos titulados. En tal sentido, estos activos deberán ser generalmente homogéneos en cuanto a riesgo o calidad crediticia, plazo y tasas de interés, de manera que pueda estimarse el cronograma de pago, tanto del principal como de los intereses.

De esta manera, el proceso de titulización permite transformar en efectivo activos inmovilizados, de lenta rotación, o flujo de caja por realizar, a través de la constitución de un patrimonio autónomo con estos activos y de la emisión de papeles para ser colocados en el mercado.

Pueden estructurarse a través de un fideicomiso de titulización, procesos tales como los siguientes:

- Titulización de carteras de crédito y otros activos generadores de un flujo de efectivo.
- Transferencia de uno o más bienes inmuebles para que integren el patrimonio fideicometido y cuya explotación comercial o liquidación respalda el pago de los valores a emitir.
- Los estructurados para el desarrollo de proyectos específicos, en los que el patrimonio fideicometido se encuentre integrado por los diseños, estudios técnicos y demás medios activos para el desarrollo de un proyecto, con cuyos frutos y productos se respaldarán el pago de los valores que se proyectan emitir.
- Aquéllos destinados a financiar obras de infraestructura y otros servicios públicos, en que los valores a emitir se encuentren respaldados por el flujo de efectivo que éstos generen en el futuro.
- Aquéllos en los que se transfiere otros activos a fin de servir de respaldo a los valores a emitir.

En el Perú, desde marzo del año en curso la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Conasev), viene autorizando la organización de cinco sociedades titulizadoras y la siguiente etapa será lograr la autorización de funcionamiento. Según la Conasev, dicha autorización se obtiene luego de presentar la escritura de constitución de la sociedad titulizadora, acreditar que cuenta con el capital mínimo requerido y definir los mecanismos mediante los cuales se titularán los activos, así como documentos de carácter técnico.

2. *La titulización como proceso*

Es el medio por 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 patri-

monio. Comprende, asimismo la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores.

La titulización puede ser desarrollada a partir de los siguientes patrimonios de propósito exclusivo:

- a. Patrimonio de sociedades de propósito especial.
- b. Patrimonios fideicometidos mediante fideicomisos de titulización.
- c. Otros que resulten idóneos según establezca la Conasev.

2.1 Patrimonios de sociedades de propósito especial

Patrimonios que se encuentran conformados esencialmente por activos crediticios, cuyo objeto social limita su actividad a la adquisición de tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio.

Las sociedades de propósito especial se encuentran sujetas al control y supervisión de la Conasev y debe inscribirse en el registro cuando los valores que emitan sean o vayan a ser objeto de oferta pública. Tienen vigencia para la constitución de sociedades de propósito especial las siguientes reglas:

Para su constitución no es exigible la pluralidad de accionistas. Sus estatutos deben contener lo siguiente:

- a. La razón social debe incluir la expresión "sociedad de propósito especial".
- b. Su objeto social debe señalar que su actividad se limita a la adquisición de activos crediticios y a la emisión de valores mobiliarios, no pudiendo efectuar otras actividades que no se encuentren directamente relacionadas con este fin.
- c. Se debe señalar clara y precisamente la determinación de la clase de activos crediticios que podrán ser adquiridos por la sociedad.

En las sociedades de propósito especial la Junta General de Accionistas, o el órgano social que corresponda no puede, salvo disposición en contrario, modificar su objeto social si no cuenta con la previa aprobación de los titulares de los valores que hubiera emitido por oferta pública. Cuando una sociedad de propósito especial entra en proceso de disolución y liquidación, como consecuencia de su declaración de insolvencia, corres-

ponde a la Conasey designar a la persona que ejercerá las funciones del liquidador.

Los valores respaldados por los patrimonios de propósito especial pueden ser objeto de oferta pública u oferta privada.

2.2 Patrimonio fideicometidos

En el fideicomiso de titulación, 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 afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario.

La sociedad titulizadora, mediante acto unilateral, puede también constituir patrimonio fideicometido. En virtud de dicho acto, la sociedad se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos para la constitución de un patrimonio fideicometido sujeto a su dominio fiduciario. Reuniendo, en tal supuesto, las calidades de fideicomitente y fiduciario.

Dichos activos, y los frutos y rentas que se deriven de ellos, no podrán regresar al patrimonio de la sociedad titulizadora hasta que se hubiere cumplido con la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso, salvo que se hubiere pactado en modo distinto.

La sociedad titulizadora puede tener bajo su dominio a uno o más patrimonios fideicometidos y se caracteriza por ser sociedad anónima de duración indefinida cuyo objeto exclusivo es desempeñar la función de fiduciario en procesos de titulación, pudiendo además dedicarse a la adquisición de activos, con el fin de constituir patrimonio fideicometido que respalde la emisión de valores mobiliarios. La sociedad titulizadora será solidariamente responsable con los miembros de la Comisión Administradora por los actos que se practiquen en ejecución de sus decisiones con respecto al patrimonio fideicometido. (Véase gráfico N° 2).

Gráfico N° 2
Titulización de activos
Opciones que otorga la ley del mercado de valores



3. Desarrollo de la titulización de activos

Por lo expuesto, la titulización consiste en la posibilidad de que una persona utilice únicamente una parte de sus activos para obtener financiamiento a través de una emisión de valores mobiliarios. Ahora bien, debido a que el pago de estos valores depende exclusivamente de tales activos (salvo que se hubiera establecido garantías adicionales), se dice en el lenguaje común que los activos titulizados han sido “transformados” en valores mobiliarios o títulos valores.

Sin embargo, a pesar de la denominación adoptada desde un punto de vista técnico, los activos titulizados en realidad no son transformados en los valores mobiliarios emitidos. Los activos son aislados del patrimonio de la persona que desea titularlos mediante los siguientes pasos:

1. La constitución de un patrimonio distinto al de dicha persona.
2. La transferencia de los activos a este nuevo patrimonio.
3. La emisión de los valores mobiliarios contra el patrimonio de reciente creación, cuyos únicos activos son los que han utilizado.

4. *Ventajas de la titulización de activos*

En relación al principal interesado, la persona que tituliza los activos, denominado originador, puede obtener distintos beneficios en función a la forma en que debe estructurarse el proceso de titulización. En el caso de que los activos constituyan cuentas por cobrar, entre algunos de los beneficios podemos citar los siguientes:

- Puede obtener liquidez a partir de los activos líquidos, ya que al originar una titulización va a reemplazar activos líquidos por dinero. El originador no tiene que esperar a que transcurra el plazo estipulado para que tales cuentas se tornen exigibles y puedan ser cobradas. A su vez, con los recursos captados, el originador puede financiar el desarrollo de nuevos proyectos, como la generación de nuevos activos que posteriormente podrán ser a su vez titulizados.
- Dependiendo de la estructura utilizada, puede mejorar sus ratios financieros, ya que tanto los activos titulizados como los pasivos derivados de la emisión de valores (en el caso de emisión de valores que representen un derecho de crédito), no se contabilizan en el balance del originador; los primeros porque son excluidos al ser aislados, y los segundos porque el crédito es emitido contra un patrimonio distinto. Esto es particularmente importante para empresas como las bancarias y financieras que pueden adquirir la capacidad de otorgar nuevos préstamos sin violar las normas impuestas por la legislación con respecto al límite de activos ponderados por riesgo en relación a su patrimonio.
- Puede obtener un costo menor de financiamiento. Así, los valores que se emiten del proceso de titulización, al contener el derecho exclusivo de dirigirse contra activos específicos, podrían tener un menor riesgo al de los valores que emitiera directamente el originador, los que otorgarían un derecho similar al del resto de sus acreedores. El menor riesgo percibido por los inversionistas facilitaría la colocación de los valores emitidos a un precio mayor.
- La titulización permite reorganizar el flujo de caja de los activos subyacentes y emitir valores con las característi-

cas del inversionista al cual se quiere llegar. Del mismo modo, al ser posible la emisión de valores de características y riesgos distintos con respaldo en el mismo conjunto de activos, su colocación puede efectuarse entre un universo más amplio de inversionistas, lo que incrementa las posibilidades del éxito. Relacionado con lo anterior, la posibilidad de emitir valores con características distintas a los activos que les sirven de respaldo les permite acceder a nuevos segmentos de inversionistas.

El desarrollo de la titulización ofrece los siguientes beneficios al inversionista:

- Suministra nuevos valores al mercado, posibilitando el empleo de la capacidad y diversidad de las carteras de los inversionistas institucionales e individuales.
- Otorga una alternativa de inversión con riesgo determinado.
- Permite al inversionista ponerse en contacto directo con el tomador de recursos, obviando la intermediación de los agentes financieros tradicionales, con la consecuente mejoría del retorno por su inversión.

Para el mercado en general y sus agentes, la titulización:

- Genera una nueva área de operaciones para los agentes.
- Contribuye al desarrollo del mercado de valores y, por ende, a una menos costosa y más eficiente forma de asignación de recursos.
- Es una herramienta financiera que permite modificar el rol tradicional de las empresas del sistema financiero.
- Al ampliar la capacidad de negocios provoca un efecto multiplicador en la economía. Es un fuerte impulsor del crédito.
- Asimismo, permite una mayor atomización del crédito.

5. Conclusiones

La titulización en el Perú constituye una manera alternativa de financiamiento e inversión y se proyecta como una necesidad creciente en el mercado.

Las ventajas notables de este instrumento financiero estriban principalmente en que las empresas que cuentan con activos titulizables pueden depender de ellos para incrementar su liquidez y generar alternativas de inversión para los inversionistas institucionales como las AFP.

Las diferentes modalidades de titulización existentes hacen versátil y dinámico este mecanismo financiero, permitiendo que el originador adapte la emisión de los títulos a sus necesidades financieras, así como estratégicamente estructurar emisiones con clasificaciones atractivas para los inversionistas.

En la economía peruana existen muchas posibilidades de éxito para la titulización, tanto en el corto plazo como en el largo plazo. En el giro bancario nos encontramos con un elevado potencial de titularizar parte de las colocaciones, como la cartera de crédito de consumo y los créditos hipotecarios. En los sectores de industria y comercio la titulización de grandes proyectos de inversión discurre con interesantes perspectivas.