



**Bonos Titulizados como Mecanismo de Financiamiento para Pymes en
el Perú**

**Tesis presentada en satisfacción parcial de los requerimientos para obtener
el grado de Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo por:**

Hugo César Coral Pirales

Jorge Luis Rodríguez Saavedra

Milagros Elizabeth Rugel Acosta

Elisa del Rosario Tucto Machuca

Programa de la Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo

Lima, 13 de mayo de 2020

Esta tesis

Bonos Titulizados como Mecanismo de Financiamiento para Pymes en el Perú

ha sido aprobada.

.....

Luis Angel Piazzon Gallo (Jurado)

.....

Carlos Antonio Aguirre Gamarra (Jurado)

.....

Omar Darío Gutiérrez Ochoa (Asesor)

Universidad ESAN

2020

A Jorge Luis, Amalia y Julissa por su apoyo.

A Sandra, por creer en mí.

Jorge Rodríguez

A Willy y Mary, mis bellos padres, por su apoyo

y ejemplo de lucha. A mis hermanos,

por su simpática compañía y cariño;

a Gian Carlitos, por añadirle alegría a mis días.

Elisa Tucto

A mi madre Silvia por ser mi fuerza,

a mi hermano Jesús por ser mi motivo de superación;

a Edgar por ser esa palabra de aliento, a Nicida por el Amor

Loki y Hachi por hacer mi mundo más feliz.

Milagros Rugel

A mi hija Luciana por ser mi motivación, así como a Saory y

a mi familia, quienes siempre están a mi lado

brindándome su constante apoyo.

Hugo Coral

A Omar, por su apoyo y comprensión.

Los Autores

ÍNDICE DE CONTENIDO

CAPITULO I: INTRODUCCIÓN	1
1. DESCRIPCIÓN DE LA SITUACIÓN DEL PROBLEMA	1
1.1. <i>Planteamiento del problema:</i>	1
1.2. <i>Objetivo general</i>	3
1.2.1. <i>Objetivo específico</i>	3
1.3. <i>Justificación</i>	3
1.4. <i>Alcance</i>	3
1.5. <i>Contribución</i>	3
CAPITULO II. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN	4
2. METODOLOGIA	4
2.1. <i>Enfoque Metodológico</i>	4
2.2. <i>Tipo de Investigación</i>	4
2.3. <i>Técnicas de recolección de datos</i>	4
2.3.1. <i>Documentación de Fuente abierta</i>	5
2.3.2. <i>Entrevistas</i>	5
CAPÍTULO III. MARCO TEÓRICO	6
3. DEFINICIONES	6
3.1. <i>Mercado Financiero</i>	6
3.2. <i>Intermediación Financiera</i>	6
3.2.1. <i>Intermediación Financiera Directa:</i>	7
3.2.2. <i>Intermediación Financiera Indirecta:</i>	8
3.3. <i>Sistema Tradicional Financiero en el Perú</i>	8
3.3.1. <i>Marco Legal</i>	9
Gráfico N° 3.1 Entidades autorizadas por la Ley N° 26702 – Ley del Sistema Financiero Peruano	9
3.4. <i>Productos Financieros para PYMES en el Sistema Tradicional Financiero – Tipo de financiamientos, Plazos, Tasas, otros.</i>	10
3.4.1. <i>Microcrédito</i>	11
Gráfico N° 3.2 Incidencia en el crecimiento de los créditos a empresas: diciembre 2016 a diciembre 2019	11
Gráfico N° 3.3 Morosidad por tipo de crédito y empresas	12
3.4.2. <i>Factoring</i>	12
3.4.3. <i>Descuento Comercial</i>	13
3.4.4. <i>Herramientas PRODUCE</i>	13
3.5. <i>Garantías Solicitadas en el Sistema Tradicional</i>	13
3.5.1. <i>Fianza</i>	13
3.5.2. <i>Hipoteca</i>	14
3.5.3. <i>Garantía Mobiliaria</i>	15
3.5.4. <i>Fideicomiso Bancario</i>	16

3.5.5.	Fideicomiso	17
Gráfico N° 3.4	Diagrama de un Fideicomiso	17
3.5.6.	Fideicomiso en Garantía:	19
3.6.	<i>Oferta Pública de Valores Mobiliarios</i>	20
3.7.	Oferta Privada	22
3.8.	<i>Mercado Alternativo de Valores</i>	24
3.8.1.	¿Qué empresas pueden participar en el MAV?	24
3.9.	<i>Titulización de Activos</i>	25
Gráfico N° 3.5	Flujograma Básico	27
3.9.1.	Participantes	27
3.10.	<i>Modalidades de Titulización:</i>	29
3.10.1.	Pass Through (De traspaso o traslado)	30
3.10.2.	Pay Through(De pago)	30
Gráfico N° 3.6	Esquema de Pay / Pass Through	30
3.11.	<i>Fideicomiso de Titulización</i>	31
Gráfico N° 3.7	Esquema en la modalidad de Fideicomiso de Titulización	32
3.12.	<i>Bonos Titulizados</i>	34
GRÁFICO N° 3.8	Emisión de Bonos Titulizados	37
Gráfico N° 3.9	Emisión de Bonos Titulizados 2	38
3.13.	<i>Diferencia de un Fideicomiso de Garantía y uno de Titulización</i>	39
GRÁFICO N° 3.10	Diferencias entre Fideicomiso de Garantía y Titulización	39
3.14.	<i>Riesgos asociados en la inversión de Bonos Titulizados</i>	40
3.14.1.	Riesgo país	40
3.14.2.	Riesgo macroeconómico	41
3.14.3.	Riesgo Político	42
3.14.4.	Riesgo legal	43
3.15.	<i>Aspecto Tributario</i>	44
3.15.1.	Impuesto a la Renta	45
3.15.2.	Impuesto General a las Ventas (IGV)	50
3.15.2.1.	Transferencia fiduciaria	51
3.15.2.2.	Responsable solidario	52
3.15.2.3.	Actividades prestadas por el fiduciario	52
3.15.2.4.	Traslado del crédito fiscal	52
CAPÍTULO IV. MARCO CONTEXTUAL		53
4.	DESCRIPCIÓN DEL CONTEXTO	53
4.1.	<i>CONTEXTO GLOBAL</i>	53
Gráfico N° 3.11	Clasificación de empresas en España:	53
4.2.	<i>CONTEXTO REGIONAL</i>	54
4.2.1.	LAS PRÁCTICAS DE FINANCIAMIENTO A LAS PYMES: INSTITUCIONES,	

INSTRUMENTOS Y TECNOLOGÍAS	55
4.2.1.1. COLOMBIA	55
4.2.1.2. MÉXICO	58
4.2.1.3. COSTA RICA	58
4.3. CONTEXTO LOCAL	59
4.3.1. Tasas Bancarias	59
4.3.2. Tasas de Financieras	62
4.3.3. Tasas de Interés de Cajas Municipales	64
4.3.4. Tasas de interés cajas rurales	65
4.3.5. Tasas de Interés EDPYMES	67
4.4. MACROENTORNO	69
4.5. MICROENTORNO	69
CAPÍTULO V. Análisis del del proceso de estructuración financiera de los bonos titulizados para el financiamiento de pymes en el Perú	70
5.1. Descripción de los agentes intervinientes y términos involucrados en el proceso de emisión de bonos titulizados como mecanismo de financiamiento para pymes	70
5.1.1. PYMES	70
Gráfico XX Financiamiento de Pymes en el Sistema Bancario	72
5.1.2. Inversionistas Institucionales	72
5.1.3. Fondos de Inversión	74
5.1.4. Sociedades Titulizadoras	80
5.2. Esquema del proceso de estructuración financiera de los bonos titulizados para el financiamiento de pymes mediante ofertas privadas.	84
Gráfico N° 5.1: Proceso de Estructuración de los Bonos en la propuesta	84
5.2. Factores de riesgos relativos a los bonos de titulización y al patrimonio fideicometido	91
5.2.1. Inexistencia de recurso contra el Originador y/o el Fiduciario.	91
5.2.2. Riesgo de insolvencia del Patrimonio Fideicometido	91
5.2.3. Limitación de la cobertura otorgada por los activos del Patrimonio Fideicometido	91
5.2.4. Riesgo de pago	92
5.2.5. Rescate	92
5.2.6. Cambios en la legislación que pudieran afectar a las titulaciones	92
5.2.7. Riesgo de Mercado Secundario no desarrollado para los Bonos	92
5.2.8. Representación de los valores mediante anotaciones en cuenta y el régimen relativo a su titularidad	93
5.2.9. Posibilidad de modificación de las cláusulas del fideicomiso	93
5.2.10. Riesgo tributario	93
5.2.11. Factores de Riesgo relativos a los instrumentos subyacentes	93
5.3. Marco Normativo	94
5.4. Análisis comparativo de resultados: Costos de constitución y administración de un fideicomiso	94
5.4.1. Comisión de constitución:	94
5.4.2. Comisión de Administración	95
5.5. Costos asociados Notariales y Registrales	96
5.6. Costos del Crédito Bancario	96
5.7. Expectativa de retorno de Inversionista Institucional	98
5.8. Ventajas y Desventajas de ejecución en caso de Incumplimiento	101

CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES	104
6. CONCLUSIONES	104
7. ANEXOS	106
7.1. ENTREVISTA N° 01	106
7.2. ENTREVISTA N° 02	108
7.3. ENTREVISTA N° 03	110
7.4. ENTREVISTA N° 04	112
7.5. Datos de Préstamo bancario Pequeña Empresa	114
7.6. Datos Titulización Pequeña Empresa	116
7.7. Datos Préstamo Bancario Mediana Empresa	118
7.8. Datos Titulización Mediana Empresa	120
8. BIBLIOGRAFÍA	122

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico N° 3.1 Entidades autorizadas por la Ley N° 26702 – Ley del Sistema Financiero Peruano	9
Gráfico N° 3.2 Incidencia en el crecimiento de los créditos a empresas: diciembre 2016 a diciembre 2019	11
Gráfico N° 3.3 Morosidad por tipo de crédito y empresas	12
Gráfico N° 3.4 Diagrama de un Fideicomiso	17
Gráfico N° 3.5 Flujograma Básico	27
Gráfico N° 3.6 Esquema de Pay / Pass Through	30
Gráfico N° 3.7 Esquema en la modalidad de Fideicomiso de Titulización	32
GRÁFICO N° 3.8 Emisión de Bonos Titulizados	37
Gráfico N° 3.9 Emisión de Bonos Titulizados 2	38
GRÁFICO N° 3.10 Diferencias entre Fideicomiso de Garantía y Titulización	39
Gráfico N° 4.1 Clasificación de empresas en España:	53
Gráfico 5.1 Financiamiento de Pymes en el Sistema Bancario	72
Gráfico N° 5.2: Proceso de Estructuración de los Bonos en la propuesta	84

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla N° 3.1 Constitución y Dinamismo del Sistema Financiero en el 2018.....	10
Tabla N° 3.3 Cuadro Comparativo de garantías solicitadas	20
TABLA 3.4 Clases de Bonos	36
TABLA4.1 Tasas Efectivas Promedio de Entidades Bancarias	60
TABLA 4.2 Tasas Efectivas Promedio de Entidades Bancarias en Moneda Extranjera	61
TABLA 4.3 Tasas Efectivas Promedio de Financieras	62
TABLA 4.4 Tasas Efectivas Promedio de Financieras en moneda extranjera	63
TABLA 4.5 Tasas de Interés promedio Cajas Municipales	64
TABLA 4.6 Tasas Efectivas Promedio de Cajas Municipales en moneda extranjera.....	65
TABLA 4.7: Tasas de interés Cajas Rurales	66
TABLA 4.8 Tasas Efectivas Promedio de Cajas Rurales en moneda extranjera	67
TABLA 4.9 Tasas de Interés de EDPYMES.....	68
TABLA 4.10 Tasas Efectivas Promedio de EDPYMES en moneda extranjera.....	69
Tabla N° 5.1 Clasificación de empresas por niveles de ventas anuales.	70
Tabla N° 5.2 Empresas Formales en el Perú	71
Tabla 5.3: Publico Objetivo de la Tesis.....	72
TABLA N° 5.4 Patrimonio Administrado en Oferta Publica	74
Tabla N° 5.5 Sociedades Titulizadoras en el Perú.....	82
TABLA 5.5: Costos de Administración	95
Tabla 5.6 Datos de Préstamo Bancario Pequeña Empresa	97
Tabla N° 5.7 Datos de Titulización Mediana empresa	99
Tabla 5.8 Datos Mediana Empresa.....	100
Tabla 5.9 Datos Mediana Empresa Emisión de Bonos.....	101

Índice de Abreviaturas

AFP	: Administradora de Fondos de Pensiones
ASBANC	: Asociación de Bancos de Perú
BANCOLDEX	: Banco de Comercio Exterior de Colombia
BBVA	: BBVA Perú (antes BBVA Banco Continental)
BCP	: Banco de Crédito del Perú
BCR	: Banco Central de Reserva del Perú
BVL	: Bolsa de Valores de Lima
CAVALI	: Registro Central de Valores y Liquidaciones del Perú
CEPAL	: Comisión Económica para América y el Caribe
COFIDE	: Corporación Financiera de Desarrollo
CONACYT	: Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (México)
CONASEV	: Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (hoy SMV)
EBITDA	: Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization (Beneficio Antes de Intereses)
EDPYME	: Entidad de Desarrollo para la Pequeña y Micro Empresa
FNG	: Fondo Nacional de Garantías (Colombia)
FTPYME	: Fondos de Titulización para Financiación de Pymes
IGV	: Impuesto General a las Ventas
INDECOPI	: Instituto Nacional de Defensa de la Competencia y Protección de la Propiedad Intelectual
INEI	: Instituto Nacional de Estadística e Informática
IPM	: Índice de Precios al Por Mayor
LFI	: Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras
LMV	: Ley de Mercado de Valores
LTV	: Loan to Value (Ratio Préstamo – Valor)
MAV	: Mercado Alternativo de Valores
MYPE	: Micro y Pequeña Empresa
MYPYME	: Micro Pequeña y Mediana Empresa
NAFIN	: Banco de Desarrollo Nacional Financiera (México)

NIF	: Normas de Información Financiera
PBI	: Producto Bruto Interno
PEA	: Población Económicamente Activa
PYME	: Pequeña y Mediana Empresa
RIN	: Reservas Internacionales
RPMV	: Registro Público del Mercado de Valores
RUC	: Registro Único de Contribuyente
SAFI	: Sociedad Administradora de Fondos de Inversión
SBS	: Superintendencia Nacional de Banca, Seguros y AFP
SMV	: Superintendencia del Mercado de Valores
SUNAT	: Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria
TCEA	: Tasa de Costo Efectivo Anual
TEA	: Tasa Efectiva Anual
TIR	: Tasa Interna de Retorno
TUO	: Texto Único Ordenado
UIT	: Unidad Impositiva Tributaria
USD	: Dólares de los Estados Unidos de Norteamérica
VPE	: Vehículo de Propósito Especial
VRI	: Valor de Realización del Activo Inmueble Administrado

Hugo César Coral Pirales

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo por ESAN, Abogado de la Universidad de Lima, Colegiado en el ilustre Colegio de Abogados de Lima. Experiencia en asesoría legal en materia, societaria, corporativa, financiera, protección al consumidor, civil, procesal, bancaria y de seguros.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

UNO CAPITAL (AVLA S.A) Jefe Legal 2019 – Actualidad

- Responsable legal del área de Mercado de Capitales
- Asesoría legal en materia civil, financiero, contratos, societario, emisión de cartas fianzas, pólizas de caución, constitución de contragarantías y fideicomisos.
- Estructuración de programas de emisión privadas de bonos.
- Due Diligence de las empresas emisoras y saneamiento legal de los bienes otorgados en garantía y/o patrimonio fideicometido.

GRUPO ABACO

Asesor Legal 2015 – 2019

- Asesoría legal a la Cooperativa de Ahorro y Crédito Abaco y a las diferentes unidades de negocio del grupo económico en materia societaria, civil, mercantil, contractual, estructuración de financiamientos e inversiones.

FORMACIÓN PROFESIONAL

ESAN GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo	2018 -2019
UNIVERSIDAD CARLOS III MADRID Especialización en Finanzas y Derecho Europeo	2019
UNIVERSIDAD DEL PACIFICO Diplomado en Protección al Consumidor	2017
UNIVERSIDAD ESAN Diplomado Internacional de Derecho Corporativo, Financiero y Tributario	2016
UNIVERSIDAD DE LIMA Abogado	2004 -2011

Jorge Luis Rodríguez Saavedra

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo, Abogado con especialidad en Derecho Laboral Empresarial y en Finanzas y Derecho Europeo. Amplios conocimientos en Inspecciones Laborales, Derecho Procesal Laboral, Derecho Administrativo, Gestión de Compensaciones Laborales y Planeamiento Estratégico. Experiencia en Gestión de Recursos Humanos en el sector Construcción y Retail y de Auditoría Socio Laboral a empresas del sector Industria y Minería.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

PARKER RUSSELL LEGAL

Jefe Legal

2020 – Actualidad

- Responsable legal del área de Derecho Laboral

Universidad Norbert Wiener

Coordinador de Contratos Laborales

2019 – 2019

- Encargado de la gestión de contratos laborales de la universidad Norbert Wiener y de Instituto Superior Daniel Alcides Carrión. Responsable de velar por el cumplimiento normativo, en materia laboral, en la redacción de los contratos de trabajo de los docentes y administrativos, sin descuidar lo regulado por SUNEDU. Además, responsable ante SUNAFIL de contingencias generadas en la contratación de personal.

FORMACIÓN PROFESIONAL

ESAN GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS
Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo

2018 -2019

UNIVERSIDAD CARLOS III MADRID
Especialización en Finanzas y Derecho Europeo

2019

UNIVERSIDAD ESAN
Especialización en Derecho Laboral Empresarial

2017

UNIVERSIDAD DE SAN MARTIN DE PORRES
Abogado

2000 -2005

Milagros Elizabeth Rugel Acosta

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo de la Universidad ESAN con más de 10 años de experiencia en el área tributaria – contable – finanzas en empresas pertenecientes al Sector Bancario, Retail y Sector Público. Orientada al trabajo en equipo y a la obtención de resultados. Responsable, organizada, colaboradora y con un gran interés por seguir adquiriendo conocimientos que permitan un mejor desarrollo profesional.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

SUNAT

Especialista de Gestión de Reclamos – Div. Cumplimiento 2018 – Actualidad

- Dar cumplimiento a lo ordenado por el Tribunal Fiscal o Poder Judicial por los casos apelados por el contribuyente.
- Coadyuvar en la recaudación tributaria originada por los cumplimientos.
- Determinar la deuda a cobrar o importes a devolver al contribuyente.
- Simulación y cuantificación de escenarios ante posibles fallos del Poder Judicial con respecto a fiscalizaciones apeladas por el contribuyente.

RIPLEY PERU

Jefe de Impuestos

2017 – 2018

- Revisión y declaración de los Impuestos mensuales como IGV-Renta, Retenciones no domiciliados, Retenciones, Percepciones; así como preparación de la declaración anual del Impuesto a la Renta.
- Preparación de información para atender fiscalizaciones Sunat, corporativos y otras entidades auditoras.
- Gestión de la automatización de libros electrónicos, así como otros cambios requeridos por Sunat.

FORMACIÓN PROFESIONAL

ESAN GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS

2018 -2019

Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo

UNIVERSIDAD CARLOS III MADRID

2019

Especialización en Finanzas y Derecho Europeo

UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS

2005 -2009

Contadora

Elisa del Rosario Tucto Machuca

Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo por la Universidad ESAN con más de 4 años de experiencia en asesoría legal corporativa, contrataciones públicas, materia civil y administrativa enfocado a personas naturales. Habilidades y aptitudes profesionales para el planteamiento de objetivos y elaboración de estrategias orientadas al logro de resultados. Con interés en seguir desarrollándome profesionalmente en el área corporativa y en la optimización de procesos del rubro empresarial.

EXPERIENCIA PROFESIONAL

ESETI CONSULTORES Y ASOCIADOS SAC

- Abogada asociada** **2017- Actualidad**
- Patrocinio de procesos judiciales en materia civil, comercial, contencioso administrativo.
 - Elaboración de demandas, contestaciones, medios impugnatorios, medidas cautelares, recursos administrativos, contratos, informes legales, entre otros.
 - Intervención en audiencias de conciliación extrajudicial y/o arbitraje, negociación de propuestas.

Asistente Legal **2015-2016**

SUPERINTENDENCIA NACIONAL DE MIGRACIONES

Asistente Legal de Jefatura (Oficina de Fortalecimiento Ético y Lucha contra la Corrupción- Supervisión) 2014-2015

- Conducción de investigaciones preliminares por presunta inconducta funcional y/o actos de corrupción de servidores y funcionarios públicos.
- Evaluación de expedientes administrativos sobre incidencias en trámites de cambio de calidad migratoria, prórroga de residencia y permanencia, pagos por exceso de permanencia y de tasa anual de extranjería, permisos para trabajo y firma de contratos. Opinión legal y técnica a la Alta Dirección y Gerencia respecto de toma de decisiones y desarrollo de políticas públicas.

FORMACIÓN PROFESIONAL

ESAN GRADUATE SCHOOL OF BUSINESS	2018 -2019
Maestría en Finanzas y Derecho Corporativo	
UNIVERSIDAD CARLOS III MADRID	2019
Especialización en Finanzas y Derecho Europeo	
UNIVERSIDAD DE PIURA	2016
UNIVERSIDAD DE SAN MARTIN DE PORRES	2009 -2014
Abogada	

RESUMEN EJECUTIVO

Grado : Magíster en Finanzas y Derecho Corporativo

Título de las tesis : “Bonos Titulizados como Mecanismo de Financiamiento para Pymes en el Perú”

Autores : Hugo Cesar Coral Pirales
Jorge Luis Rodríguez Saavedra
Milagros Elizabeth Rugel Acosta
Elisa del Rosario Tucto Machuca

Resumen:

Un gran porcentaje de las empresas del Perú pertenecen al segmento de Mipymes (micro, pequeñas y medianas empresas) dedicadas principalmente a la actividad de comercio. Uno de los mayores inconvenientes que estas empresas encuentran para su desarrollo y crecimiento es la poca variedad de la oferta que los mercados tradicionales ofrecen para la obtención de los fondos necesarios para su financiamiento. Aunado a lo anterior, las tasas de interés ofrecidas en estos medios tradicionales suelen ser muy altas, las exigencias muy difíciles de cumplir y la flexibilidad de las mismas casi nula.

Debido a esta circunstancia, es común que las Mipymes busquen financiamiento en el mercado informal, a tasas más altas, pero con menor cantidad de requisitos para su obtención. Conforme a la legislación peruana, las micro empresas son aquellas que facturan por lo menos 150 UIT al año, unos S/ 645 000 (Seiscientos Cuarenta y Cinco Mil con 00/100 Soles) lo que hace que su capacidad de endeudamiento sea muy baja para la solución propuesta; sin embargo, las pequeñas y medianas empresas son los focos principales de atención para esta Tesis.

Ante esta circunstancia, el Mercado de Valores se constituye como una alternativa viable para el financiamiento de las Pymes (Pequeñas y Medianas Empresas), con un producto diseñado para otorgarles facilidades para la obtención de financiamiento, a tasas competitivas y lo suficientemente flexible para que se ajuste a sus necesidades. A fin de que las Pymes ingresen al Mercado de Valores, consideramos a la Titulización de Activos como la vía idónea para hacer atractivo este tipo de financiamiento a los inversionistas institucionales a través de una Oferta Privada.

En el presente trabajo de investigación se explora el procedimiento y un esquema de nuevo producto atractivo para aquellos inversionistas institucionales que acepten invertir en bonos titulizados para Pymes ofreciendo un retorno atractivo para su inversión, con seguridad del pago y que a su vez genere a las Pequeñas y Medianas Empresas tasas de interés más bajas que las ofrecidas por los actores del sistema financiero y bancario tradicional, con la posibilidad de ajustar el esquema de titulización de acuerdo a sus necesidades.

Resumen elaborado por los autores.

CAPITULO I: INTRODUCCIÓN

1. DESCRIPCIÓN DE LA SITUACIÓN DEL PROBLEMA

1.1. Planteamiento del problema:

Conforme a lo informado por el Ministerio de la Producción, al 2017, en el Perú operan 1.9 millones de Mipymes (Micro, Pequeñas y Medianas Empresas), lo que representa el 99.5% de las empresas formales en el Perú; de las mismas, el 96.2% son Microempresas, 3.2% Pequeñas y 0.1% Medianas Empresas. De las cuales el 87.6% de ellas se dedican a la actividad de comercio y servicios y el resto, es decir 12.4%, se dedica a actividad productiva.

Las Mipyme generan alrededor del 60% de la PEA ocupada, considerando como la fuente generadora del empleo. Del mismo modo, 10 de cada 100 personas de la PEA ocupada son conductoras de una Mipyme formal.

Durante el periodo 2013-2017, el número de empresas formales de este segmento se ha incrementado a un ritmo promedio anual de 7,2%. Sin embargo, aún persiste un alto porcentaje de informalidad, ya que el 48.4% de las MYPE no están inscritas en SUNAT.

En cuanto a las operaciones financieras, solo el 6% de las Mipyme accede al sistema financiero regulado, es decir el 94% de estas entidades no tiene acceso al crédito en el sistema financiero regulado. De acuerdo al Informe Económico de la Cámara de Comercio de Lima, el crédito en el sistema financiero al sector privado equivale a cerca del 42% del PBI nominal. De dicho total, el crédito a empresas alcanzó el 63,0% y a personas el 37,0%. A manera de ejemplo, por cada S/1000 de crédito a empresas, S/350 se otorgan a corporaciones, S/220 a grandes empresas, S/230 a medianas empresas, S/140 a pequeñas empresas y apenas S/60 a microempresas. Esto trasluce que la oferta financiera tradicional no cubre toda la demanda por servicios financieros, lo que implicaría que un importante segmento de individuos y empresas no estaría incluido financieramente (Cámara de Comercio de Lima, 2019). En cuanto a la oferta crediticia por parte del sistema financiero, la SBS reporta que, a enero 2019, se otorgaron créditos empresariales por valor de S/ 196, 996 millones, de los cuales solo el 20% fueron destinados para las Mipyme.

Las principales fuentes de financiamiento de este segmento empresarial provinieron en un 51% de las microfinancieras (empresas financieras, cajas municipales, cajas rurales de ahorro y crédito) y en un 49% de la banca múltiple. Uno de los inconvenientes de este financiamiento son las elevadas tasas de interés por el acceso al crédito. Ante esta situación, y ante la necesidad de conseguir financiamiento para continuar con sus actividades, las Mipymes acceden básicamente a 3 tipos de créditos, el formal, el semiformal y el informal.

Existe una diferenciación básica entre el crédito formal y el no formal. El crédito formal está limitado por las regulaciones financieras vigentes y las condiciones del mismo mercado formal que definen sus características, Por el contrario, los créditos informales están caracterizados con un alto componente de confianza, con una relación muy personal entre las partes y un manejo de información a escala local (Alvarado, 2001).

Para Alvarado, Portocarrero, Trivelli y otros, en el Perú, el crédito informal es la fuente más importante de crédito para los pobladores de bajos recursos, por ende, de aquellos propietarios de Mipymes que estén relacionados a este sector. (Alvarado, Portocarrero, Trivelli y otros, 2001). Además, este crédito suele ser fácil acceso por ser otorgado por familiares, prestamistas o amigos, lo que garantiza pocos o nulos trámites para su obtención.

Es importante mencionar que el crédito informal no se desarrolla aislado del crédito formal. Muchas veces el prestamista informal consigue fondos del crédito formal, lo que genera una integración oblicua entre las Mypes y el sector formal al cual no tienen acceso.

Ante el evidente problema que representa el financiamiento para este sector empresarial, la titulización de activos se erige como una alternativa para obtener mejores condiciones y no depender de la banca tradicional.

Para Lazo, la titulización de activos es:

El proceso que permite convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos o de

lenta rotación, previamente estructurados o empaquetados, en valores mobiliarios negociables, para su colocación a terceros inversionistas mediante oferta pública o privada con la garantía que ofrecen los activos subyacentes y su flujo de fondos asociado (Lazo, 2007;4)

La presente tesis mostrará un planteamiento para que las Pequeñas y Medianas empresas obtengan un financiamiento con ventajas competitivas al tradicional a través de la titulización de activos.

1.2. Objetivo general

Demostrar que una de las alternativas viables en el mercado formal para el financiamiento de PYMES, que no se encuentran en el sistema financiero tradicional, es la titulización de activos.

1.2.1. Objetivo específico

Diseñar un producto orientado al financiamiento de Pymes que optimice el mercado de valores y los bonos titulizados con condiciones favorables y competitivas a las ofrecidas en el mercado bancario y financiero tradicional.

1.3. Justificación

Esta tesis se justifica en el hecho que el 94% de las empresas formales no tiene acceso al financiamiento para sus proyectos ajenas al mercado financiero tradicional. Las tasas de interés y plazos del mercado formal no les permiten un auxilio y las barreras de entrada son muy altas. Por ello, la titulación de bonos para el financiamiento de las Pymes es una alternativa viable para el desarrollo de las mismas.

1.4. Alcance

Esta tesis solo estudiará la titulación de bonos para las Pequeñas y Medianas empresas del Perú, las mismas que están expuestas a tasas de interés mayores ofrecidas por el sistema bancario tradicional.

1.5. Contribución

Esta tesis contribuirá en establecer una estructuración de financiamiento mediante oferta privada de emisión de valores mobiliarios para Pymes a condiciones competitivas al sistema financiero tradicional.

CAPITULO II. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

2. METODOLOGIA

2.1. Enfoque Metodológico

En la presente tesis se ha utilizado el enfoque cualitativo, debido al análisis profundo que se realiza respecto a la situación materia del presente trabajo. Conforme refiere Barrantes se centra en el estudio de los significados de las acciones humanas y de la vida social (Barrantes, 2014:82). En este tipo de investigaciones, los autores recogen las experiencias vividas, exploran el fenómeno a estudiar desde un punto de vista integral e interactúa con los participantes materia de estudio (Taylor y Bogdan, 2000)

2.2. Tipo de Investigación

El tipo de investigación que se ha desarrollado es de tipo descriptiva y aplicada; es descriptiva, porque una representación de la realidad de los problemas de financiamiento de las medianas y pequeñas empresas. Para Tamayo, la investigación de tipo descriptiva comprende la descripción, registro, análisis e interpretación de la naturaleza actual, y la composición o proceso de los fenómenos. El enfoque se hace sobre conclusiones dominantes o sobre grupo de personas, grupo o cosas, se conduce o funciona en presente (Tamayo, 2003); plantea una estrategia a ser empleada a fin de resolver el problema del financiamiento a las pymes. Para Sánchez, Reyes y Mejía, la investigación aplicada:

Tipo de investigación pragmática o utilitaria que aprovecha los conocimientos logrados por la investigación básica o teórica para el conocimiento y solución de problemas inmediatos. La investigación tecnológica es una forma de investigación aplicada. Llamada también investigación científica aplicada. (Sánchez, Reyes y Mejía, 2018: 79)

2.3. Técnicas de recolección de datos

Para la presente tesis se basa en la revisión de documentación de fuente abierta y entrevistas a expertos

2.3.1. Documentación de Fuente abierta

Los documentos de fuente abierta consultados y desarrollados son aquellos directamente vinculados al tema de nuestra tesis, entre los que se encuentran Legislación Nacional, Páginas Web Académicas y Oficiales, Papers Académicos, Artículos Especializados, Libros (tanto en su formato físico como virtual) y Revistas Relacionadas.

2.3.2. Entrevistas

Como parte de la metodología de trabajo y a fin de contrastar nuestra propuesta de solución con expertos en la materia, se realizaron entrevistas a representantes de Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión y Sociedades Titulizadoras que operan en el Perú.

CAPÍTULO III. MARCO TEÓRICO

3. DEFINICIONES

3.1. Mercado Financiero

Previo a la definición del mercado financiero y de sus componentes, es necesario tener conocimiento sobre el término “Mercado” es el medio en el cual interactúan tanto ofertantes como demandantes de bienes y/o servicios, los ofertantes satisfacen las necesidades de los demandantes a cambio de una contraprestación (Dávila, 2018).

El mercado financiero es el instrumento donde interactúan ofertantes y demandantes con el fin de negociar el intercambio de activos intangibles que son instrumentos financieros o valores.

En este mecanismo el ofertante de dichos valores sería un agente deficitario, quien tiene necesidad de fondos por lo que busca captar capital de los inversionistas; y el demandante es un agente superavitario, quien busca invertir su capital en valores puesto que tiene un exceso de dinero, para lo cual evalúa las distintas opciones donde podría invertir (Inofuente, 2015).

Existen diversos tipos de mercados financieros, cada uno de ellos responde a un tipo de necesidad de quienes participarán en dichos mercados; dentro de los que podemos citar mercados primarios y secundarios, mercados de dinero y de capital, intermediación financiera; entre otros.

3.2. Intermediación Financiera

Al decir intermediación financiera se hace referencia a la mediación que efectúan las entidades financieras, instituciones de seguros y demás entidades autorizadas para desempeñar el papel de medios de enlace entre los agentes que poseen recursos económicos y quienes necesitan de financiamiento; estas entidades por ejecutar dicha función perciben un ingreso llamado comisión (Eco-finanzas, 2015).

Este mecanismo mediante el cual el agente deficitario, quien necesita dinero para poder realizar algún proyecto o actividad, capta fondos provenientes de los agentes superavitarios, quienes son los que poseen el exceso de capital y desean invertir con el fin de poder obtener alguna rentabilidad (Del Castillo, 2019).

Como lo indica Del Castillo (2019) existen dos tipos de intermediación financiera, la directa e indirecta; la intermediación financiera indirecta se desarrolla mediante el Sistema Financiero, mientras que la intermediación financiera directa a través del Mercado de Capitales.

A continuación, desarrollaremos cada una de ellas:

3.2.1. Intermediación Financiera Directa:

Tal como lo indica López-Aliaga y Souza (2017) la intermediación financiera directa se produce cuando interactúa el agente deficitario, quien toma el papel de emisor, de forma directa con el agente superavitario, quien es el inversor; cómo se puede visualizar, en este mecanismo no existe un intermediario o tercero, por ello es también conocido también como “mercado directo”. Este tipo de intermediación se desarrolla en el Mercado de Valores.

3.2.1.1. Agentes:

Dentro los principales agentes que intervienen en la intermediación directa, tenemos:

- i) **Inversionistas:** Son los agentes que poseen un exceso capital, por lo cual desean invertirlo en adquirir títulos – valores; en su mayoría son institucionales, entre los que podemos citar a AFP’s, Fondos Mutuos, Fondos de Inversión, entre otros.
- ii) **Emisores de títulos – valores (bonos o acciones).**
- iii) **Mercado de Capitales:** Dentro del cual tenemos el mercado primario y el mercado secundario.

En el mercado primario es donde se realiza la primera emisión de los valores; en otras palabras, es la colocación inicial de estos; la cual puede ser privada o pública; en la oferta privada solo participan ciertos inversionistas; mientras que, en la oferta pública participan el público en general bajo ciertos requisitos. La captación de recursos económicos (dinero) va directamente para el financiamiento del emisor de los valores.

En el mercado secundario se negocian los valores ya emitidos, es aquí donde estos valores son más líquidos, determinándose el precio de estos valores en base a la oferta y demanda en el mercado.

3.2.2. Intermediación Financiera Indirecta:

En este tipo de intermediación, el capital fluye hacia el agente deficitario, que en este caso sería el prestatario desde el agente superavitario que sería una institución del sistema financiero; este fondo de capital previamente fue captado por la institución financiera a través de ahorros que hicieron las personas naturales o jurídicas en sus instituciones.

Para Quilcate (2015) dentro de las principales características de la intermediación indirecta tenemos:

- Existe un análisis crediticio al agente deficitario, del riesgo sobre su capacidad de pago.
- Existe una venta de diversos productos por parte de las instituciones financieras.
- Implica que el agente deficitario (prestatario) pague a la institución financiera una tasa activa por el capital prestado.
- La institución financiera paga al agente superavitario (ahorrista) una tasa pasiva, la cual es menor que la tasa activa que se cobra al prestatario.
- La diferencia entre las dos tasas, activa menos pasivo, es el spread bancario; es decir, la ganancia de la institución financiera.

3.3. Sistema Tradicional Financiero en el Perú

El Sistema Tradicional Financiero Peruano se desarrolla bajo el contexto de intermediación financiera indirecta; en la cual, intervienen las entidades pertenecientes al sistema financiero (conformado por bancos, cajas municipales, EDPYMES; entre otros).

En nuestro país, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP es la entidad encargada de regular el Sistema Financiero.

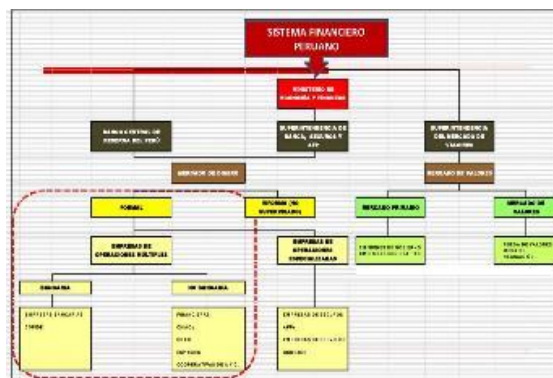
3.3.1. Marco Legal

Según (De Soto, 2011) en el Perú, la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Ley N° 26702) es la que regula nuestro sistema financiero; según la referida ley, las empresas afectas a ella son:

- Empresas de Operaciones Múltiples: Comprende a los bancos, cajas, cooperativas de ahorro y crédito.
- Empresas especializadas: dentro de estas se encuentran empresas que se especializan en un determinado producto financiero, así tenemos de factoring, de garantías y de arrendamiento financiero.
- Empresa de seguros.
- Empresas de servicios complementarios como custodia, emisoras de tarjetas, entre otras.
- Bancos de inversión.
- Intermediarios y auxiliares de seguros.

En el Título I de la Ley N° 26702 se indican las entidades que se encuentran autorizadas a realizar operaciones en el Sistema Financiero; las mismas que se encuentran descritas en el gráfico N° 2.1; tal como se muestra a continuación:

Gráfico N° 3.1 Entidades autorizadas por la Ley N° 26702 – Ley del Sistema Financiero Peruano



Fuente: Enrique Velázquez Pinto

Según la Asociación de Bancos de Perú (ASBANC) en su Memoria Anual del año 2018, los Bancos lideran las operaciones del Sistema Financiero en un aproximado de 80%; siendo la actividad principal de estos, las colocaciones, que en el referido año son un total de 16 bancos en el mercado peruano; tal como se detalla en el siguiente cuadro:

Tabla N° 3.1 Constitución y Dinamismo del Sistema Financiero en el 2018

EMPRESAS DEL SISTEMA FINANCIERO: Diciembre 2018					
(en S/ millones)					
	ACTIVO TOTAL	COLOCACIONES BRUTAS	MICROSIDAD	DEPOSITOS TOTALES	N° INSTITUCIONES
BANCA MÚLTIPLE	385 344	270 662	2,95	243 660	16
EMPRESAS FINANCIERAS	14 842	12 882	5,36	7467	11
EMPRESAS DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	315	244	5,58	-	1
ENTIDADES ESTATALES	30 788	10 199		24 777	2
BANCO DE LA NACIÓN	30 102	9 233	1,24	24 777	1
AGROBANCO	686	966	67,02	-	1
INSTITUCIONES MICROFINANCIERAS NO BANCARIAS	31 136	25 162		22 585	27
CAJAS MUNICIPALES	26 727	21 368	6,50	21 254	12
CAJAS RURALES	1921	1565	6,88	1331	6
EDPYMES	2488	2230	4,30	-	9
TOTAL SISTEMA FINANCIERO	462 425	319 150	3,49	296 690	57

Fuente: ASBANC

Asimismo, del cuadro precedente podemos observar que el mayor número de instituciones en el sistema financiero peruano se concentra en las microfinancieras no bancarias, llegando a estar conformada por 27; a pesar de ello, son los bancos grandes que conforman la banca múltiple quienes poseen un mayor dinamismo en este sector.

3.4. Productos Financieros para PYMES en el Sistema Tradicional Financiero – Tipo de financiamientos, Plazos, Tasas, otros.

Hoy en día las PYMES, con el fin de obtener liquidez para poder seguir operando cuentan con diversos productos financieros que de una u otra manera ayudan a lograr dicho objetivo; según una reciente investigación muchas de las PYMES para poder operar dependen financieramente de los bancos del país (ANDINA, 2019).

Las PYMES al ser empresas pequeñas y medianas, y muchas de ellas al ser aún informales, cuentan con un alto riesgo de pago; lo cual involucra que las entidades

financieras ofrezcan productos con tasas elevadas y exijan excesivos requisitos y/o garantías que ofrezcan una ratio de cobertura igual de elevados (también conocido como Loan to Value).

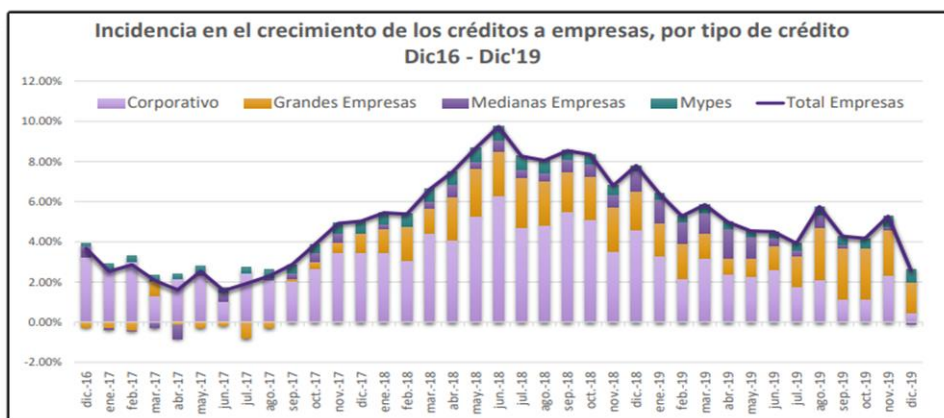
Los productos financieros con que cuentan las PYMES y que son ofrecidos por las empresas del sistema financiero son diversos; los cuales podemos clasificarlas en 4 grandes grupos que detallaremos a continuación:

3.4.1. Microcrédito

Se refiere a los préstamos que las entidades bancarias ofrecen a las pequeñas y microempresas, fijando una tasa y un cronograma de pagos.

En cuanto a los créditos otorgados a las PYMES, ASBANC en su Boletín Bancario Trimestral actualizado a diciembre de 2019 – N° 10 muestra la evolución de los créditos brindados por las empresas del sistema financiero a los diferentes tipos de empresas; tal como se muestra en el siguiente cuadro.

Gráfico N° 3.2 Incidencia en el crecimiento de los créditos a empresas:
diciembre 2016 a diciembre 2019

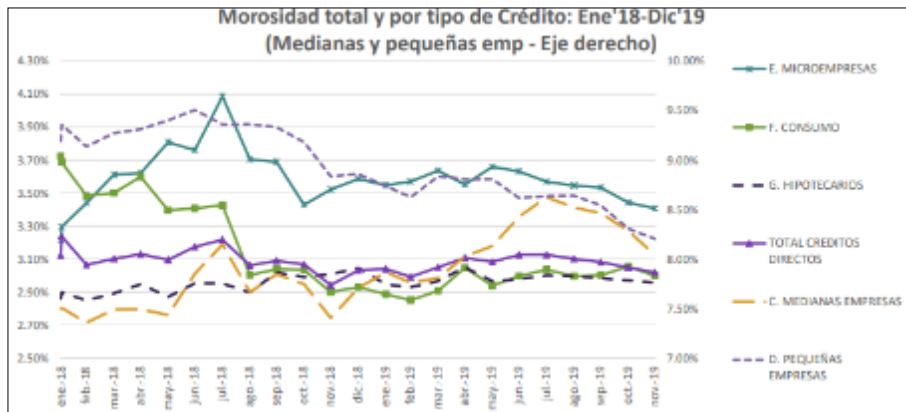


Fuente: ASBANC

Como se aprecia, las medianas empresas a lo largo del tiempo han ido disminuyendo paulatinamente su participación en el sector bancario a través de préstamos.

En cuanto al tiempo de no pago de sus créditos las pequeñas empresas superan a las medianas empresas; tal como observamos en el siguiente cuadro:

Gráfico N° 3.3 Morosidad por tipo de crédito y empresas



Fuente: ASBANC

Como podemos observar en cuanto a la morosidad a inicios del 2018 son las pequeñas empresas las más morosas; posteriormente en el 2019 estas se encontraban en 2do lugar de morosidad, resultando en 1er lugar las microempresas seguida por las mediana empresas.

3.4.2. Factoring

Es muy usado por las PYMES con el fin de obtener una mayor liquidez, consiste en anticipar el cobro de sus facturas emitidas a través de la cobranza realizada por los bancos; en Perú algunas empresas que prestan el referido servicio son Banco de Crédito, Interbank, Mi Banco, BBVA y Scotiabank.

El Factoring además de ser un medio de financiamiento, ofrece otros servicios como indagación acerca de la solvencia de los clientes, la administración y control contable de las facturas, la gestión del cobro de estas; así como la cobertura del riesgo por el incumplimiento en el pago (Circulante, 2017).

3.4.3. Descuento Comercial

A través de este mecanismo la PYME puede contar con efectivo de forma anticipada al vencimiento de sus facturas emitidas a través de las cobranzas realizadas por el banco, al cual previamente ha cedido el derecho de cobro de estas a cambio de una comisión pagada al banco, la cual es descontada del importe del comprobante de pago.

A diferencia del factoring, el descuento comercial es más barato y es realizado en un plazo más corto que el factoring; asimismo, para realizar el descuento comercial es necesario que la empresa cuente con créditos documentados en títulos (Circulante, 2017).

3.4.4. Herramientas PRODUCE

El Estado Peruano, con el fin de incentivar el crecimiento de las pequeñas empresas ha creado un programa mediante el cual facilita efectivo a estos negocios.

Como podemos ver, las PYMES cuentan con una diversidad de alternativas de financiamiento; sin embargo, es necesario tener en cuenta que dependiendo la modalidad tienen un costo

3.5. Garantías Solicitadas en el Sistema Tradicional

Aldave (2013) llega a la conclusión que hasta ese año 2013, aproximadamente la mitad de las PYMES en el Perú consideran que acceder a un financiamiento es un gran problema para su crecimiento y desarrollo; y esto en gran parte se debe a las garantías con que cuentan o no estos negocios, las cuales son solicitadas por las entidades financieras en función al importe del financiamiento y plazo, estas garantías atenúan el riesgo de impago por parte de la PYME, ya que en caso estas no cancelen la deuda, es el banco quien puede ejecutar dichas garantías.

Entre las garantías para acceder al crédito, se encuentran las siguientes:

3.5.1. Fianza

Este tipo de garantía es reconocido como una garantía personal; y lo define

como la persona ya sea jurídica o natural, el cual garantiza que una deuda u obligación contraída por terceras personas será cancelada, por el solo hecho de haber actuado como tal; es decir, garantiza que este tercero resarcirá la deuda contraída (Lama, 2012).

Para el Código Civil Peruano la responsabilidad del fiador cubre hasta aquello por lo que se ha comprometido; siendo que esta fianza deberá constar por escrito bajo sanción de nulidad (artículo 1871°).

3.5.2. Hipoteca

Para Benavides (2011) la hipoteca constituye un derecho real el cual respalda al acreedor hipotecario, deudor hipotecario y terceras personas.

La garantía real por excelencia solicitada a nivel financiero, según se encuentra regulado en el Código Civil, en su artículo 1097° la hipoteca es una clase de garantía que recae afectando a bienes inmuebles; este mecanismo consiste en elevar el contrato a Escritura Pública e inscribir dicha garantía en Registros Públicos.

El objetivo de constituir una hipoteca es garantizar o asegurar que una obligación contraída por el dueño o propietario del inmueble va a ser cancelada o por lo menos cubierta por dicha garantía y así el deudor recuperará su dinero.

En este tipo de garantía no existe entrega del bien inmueble; por el contrario, este sigue estando bajo la posesión del deudor; según lo señalado en el referido artículo.

Asimismo, según el artículo 1098° del Código Civil, la hipoteca debe quedar establecida a través de escritura pública; el Código Civil también reconoce dos clases de hipoteca: voluntaria o convencional y legal; la voluntaria es aquella que el mismo deudor por su iniciativa otorga determinado inmueble de su propiedad para constituir la hipoteca y la hipoteca legal es aquella que se constituye de pleno derecho y se inscribe de oficio bajo responsabilidad del registrador público.

Según lo referido por Varsi (2019) al momento de recibir el financiamiento, debe quedar establecido por acuerdo de las partes, la deuda a garantizar detallando el importe de la deuda, el inmueble que se hipotecará; entre otros datos. Así pues, según el artículo 1099° del Código Civil dentro de los requisitos de la hipoteca tenemos:

1. Que el bien sea dado en garantía por el propietario de este o por la persona autorizada de hacerlo.
2. Que el referido bien respalde el cumplimiento de pago de un crédito contraído.
3. Que el importe del gravamen sea de cantidad cierta y se inscriba el acto en registros públicos.

3.5.3. Garantía Mobiliaria

El Decreto Legislativo N° 1400 – Decreto Legislativo aprueba el Régimen de Garantía Mobiliaria; en relación a ello, en el artículo 3°, define a la garantía mobiliaria como aquella afectación realizada a través de un acto jurídico sobre un bien mueble con el objetivo de que, a través de este, otorgue un respaldo de cumplimiento de varias obligaciones (Decreto Legislativo N° 1400).

Tal como lo señala el referido artículo, en su numeral 3.3; esta garantía cubre importes como la deuda principal, intereses, gasto de primas de seguros, comisiones, costas y costos procesales, indemnizaciones por daños y perjuicios; entre otros.

Para al referirse el término “afectación” se refiere a que el bien se da con el fin de asegurar que la deuda u obligación contraída sea cumplida; asimismo, refiere que en la nueva Ley de Garantía Mobiliaria puede darse con o sin desposesión del bien mueble, ello se da en base a la existencia de una inscripción en registros públicos de la garantía.

Recopilando estos términos podemos concluir que la garantía mobiliaria es un derecho real formal, puesto que proviene de la celebración de un acto jurídico, constituido por el deudor en beneficio del acreedor, independiente del financiamiento; el cual recae sobre un bien mueble, siendo que se puede dar bajo la modalidad de entrega de dicho bien o mediante la inscripción en el Registro Mobiliario de Contratos; y que en caso el deudor incumpla su promesa de pago ante el acreedor, este último puede exigir la ejecución de dicho bien ya sea extrajudicial o judicial.

3.5.4. Fideicomiso Bancario

Los fideicomisos bancarios surgen como un mecanismo opcional al sistema de garantías reales, brindando mayor liquidez al acreedor; se dice ello debido a que, al constituir un fideicomiso, a diferencia de la garantía mobiliaria e hipoteca, se otorga un cronograma a los acreedores en el cual figura los plazos en que estos recuperarán su inversión a través del cobro de los cupones. (Kuan, A. y Pizarro, L, 2016).

El fideicomiso bancario, en específico el fideicomiso en garantía (el cual desarrollaremos de forma más extensiva en los siguientes párrafos de la presente tesis) es reconocido como un tipo de garantía; esto se puede corroborar en el artículo 207° de la Ley N° 26702 - Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros.

Para Fernández (2015) esta revolucionaria herramienta para obtener financiamiento, no solo es realizada por empresas grandes o consorcio, sino también por pequeñas y medianas empresas; puesto que es un mecanismo a través del cual estas Pymes mejoran su posición frente a las entidades financieras y obtienen mejores condiciones del financiamiento al haber un menor riesgo para dichas entidades de recuperar su acreencia en caso de incumplimiento o default.

3.5.5. Fideicomiso

Previo a la definición del fideicomiso en garantía definiremos el término fideicomiso; el cual según la Ley General del Sistema Financiero del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – Ley N° 26702, en su artículo 241° se refiere que en el fideicomiso intervienen un agente llamado fideicomitente, otro al que se llama fiduciario y fideicomisario; a través de una relación jurídica mediante la cual se constituye un patrimonio fideicometido con los activos que aporte el fideicomitente, los cuales podrían ser activos físicos o intangibles (por ejemplo derechos de cobro futuros).

Tal como lo detalla Martín (2009) el fideicomiso constituye un medio muy flexible y con una determinada finalidad, mediante la cual un agente deficitario, que podría ser una persona natural o jurídica que en esta figura recibe el nombre de “fideicomitente” aporta parte de sus activos; es decir se separa de ellos para formar un “patrimonio fideicometido”, el mismo que será administrado por un agente independiente llamado “fiduciario”, quien velará por los intereses de los agentes superavitarios, que en este caso serán los inversionistas, quienes a su vez son los beneficiarios llamados “fideicomisarios” o en su caso los mismos fideicomitentes, tal como detallamos en el gráfico siguiente:

Gráfico N° 3.4 Diagrama de un Fideicomiso



Fuente: Elaboración propia.

Teniendo en cuenta el diagrama anterior, procederemos a definir cada uno de los agentes que constituyen el fideicomiso:

3.5.5.1. Fideicomitente:

Es el agente que necesita el capital para poder invertirlo en algún proyecto o negocio y a su vez es dueño de activos los cuales los transferirá para constituir el patrimonio fideicometido; cabe señalar, que dichos activos no deberán contar con gravamen alguno al momento de la transferencia.

3.5.5.2. Fiduciario:

Es la entidad autorizada la que administrará el patrimonio fideicometido y es la responsable de cumplir con los fines de la constitución del fideicomiso; se podría decir que es el agente más importante ya que en virtud de la transferencia recibe los derechos que le confiere el poseer los activos (Martín, 2009).

Según señala la Ley General del Sistema Financiero del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – Ley N° 26702, en su artículo 242° los agentes fiduciarios autorizadas a desarrollar tal función son:

- i) Corporación Financiera de Desarrollo S.A. (COFIDE).
- ii) Empresas de operaciones múltiples, regulado por el artículo 16° de la Ley General del Sistema Financiero, inciso a).
- iii) Empresas de servicios fiduciarios (inciso b5 del artículo 16° de la Ley General del Sistema Financiero)
- iv) Instituciones de seguros y reaseguros, según lo señalado en el numeral 1 del artículo 318°

3.5.5.3. Fideicomisario:

Es el beneficiario de la constitución del fideicomiso y por cuyos

derechos e intereses vela el fiduciario; pueden ser determinadas personas que cumplan ciertos requisitos o público en general. Cabe señalar que el fideicomisario puede ser un tercero o el mismo fideicomitente.

Dentro de los tipos de Fideicomisos podemos nombrar a los siguientes:

- Fideicomiso Inmobiliario.
- Fideicomiso en Garantía.
- Fideicomiso de Titulización.
- Fideicomiso de Inversión.
- Fideicomiso de Administración.
- Fideicomiso destinado al manejo, saneamiento o liquidación de empresas.

Con motivo del tema de la presente tesis, a continuación, procederemos a desarrollar la definición del Fideicomiso en Garantía.

3.5.6. Fideicomiso en Garantía:

Esta modalidad de fideicomiso se encuentra regulado en el artículo 274° el Texto Concordado de la Ley General del Sistema Financiero del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros – Ley N° 26702; se llama así al fideicomiso en el cual el fideicomitente ha transferido al patrimonio fideicometido activos; los que garantiza la obligación que se tiene frente al fideicomisario de devolverle el capital aportado inicialmente al fideicomiso; mediante la explotación de dichos activos por parte del fiduciario, con los flujos de dinero que genere ello o con la venta de estos.

Se llama “en garantía” pues al ser separados del patrimonio del fideicomitente dichos activos y formar parte del patrimonio fideicometido se aísla el riesgo del cobro de acreedores del fideicomitente con estos activos; lo cual constituye una garantía para el fideicomisario.

Tabla N° 3.3 Cuadro Comparativo de garantías solicitadas

Préstamo bancario	Titulización de Activos
Comparativo de Garantías	
Fianza	Activos a ser titulizados (inmueble, cartera de créditos, flujos futuros; entre otros).
Hipoteca	
Garantía Mobiliaria	
Fideicomiso bancario	

3.6. Oferta Pública de Valores Mobiliarios

Como se mencionó con anterioridad, el mercado de capitales constituye una alternativa más de financiamiento para PYMES, contando con el Régimen General de emisión de valores, Régimen Anticipado y el Régimen Alternativo a través del Mercado Alternativo de Valores (MAV); este financiamiento se desarrolla a través de la emisión de valores mobiliarios que son aquellos “valores emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales y patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.” (Art. 3, LMV). Ahora bien, dicha emisión puede generarse mediante una oferta pública o privada, en la presente investigación tomaremos como referencia y de forma general, la definición de la oferta pública de valores, enfocándonos en las ofertas privadas donde tiene lugar el desarrollo de esta tesis.

De este modo, la Ley de Mercado de Valores¹ en su art. 4 define como: “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”.

De acuerdo al art. 6° del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios², el cual establece las normas relativas a las ofertas públicas de valores contenidas en la Ley del Mercado de Valores, se precisa lo siguiente:

La invitación adecuadamente difundida es entendida como aquel ofrecimiento, simple oferta, promesa unilateral u otra que tenga por objeto efectuar o recibir propuestas dirigida a sus destinatarios de manera individual o conjunta, simultánea

¹ Decreto Legislativo No 861 y modificatorias- Ley N.° 26702.

²Resolución CONASEV N° 0141-1998, publicado el 21/10/1998.

o sucesiva, a través de cualquier medio, como diarios, revistas, radio, televisión, correo, reuniones, sistemas informáticos u otro que permita la tecnología.

La invitación es dirigida hacia el público en general o segmento de este, en este caso, el término “segmento” obedece o bien a una necesidad de tutela debido a la naturaleza de la información para entender implicancias de las transacciones que se proponga y que pueda resultar relevante; o bien, es referida a un número de personas tal, que involucre un interés público (presunción mayor de 100 personas).

El acto jurídico de la invitación debe tener la naturaleza de un acto de inversión para su suscriptor o adquirente, el cual se encuentra asociado a distintos riesgos en su ejecución.

La conjunción de todos estos elementos conforma una oferta pública de valores mobiliarios, la misma que podrá ser primaria o secundaria. Es oferta pública primaria de valores, “la oferta pública de nuevos valores que efectúan las personas jurídicas.” (Art. 53 de la LMV) y “es Oferta Pública Secundaria, aquella que tiene por objeto la transferencia de valores emitidos y colocados previamente.” (Art. 64 de la LMV).

Entre los principales requisitos que deben cumplir las empresas que realicen emisiones bajo ofertas públicas, de acuerdo al Régimen General de Ofertas Públicas del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, se encuentran los siguientes:

1. La empresa debe solicitar el registro e inscripción de los valores a emitirse en el Registro Público de Mercado de Valores (RPMV); así como la inscripción de los prospectos informativos y demás documentación, teniendo la SMV un plazo de 30 días útiles para la aprobación del trámite y el registro, generando la obligación de brindar información contenida en los artículos 28° y 29° de la LMV sobre hechos de importancia y de información financiera por parte del emisor.
2. Presentación de los estados financieros auditados del emisor y respectivo dictamen, correspondiente a los dos últimos años. Los estados financieros deben estar adecuados a las Normas Internacionales de Información Financiera- NIFs.

3. Presentación de las Memorias Anuales de la empresa de los dos (2) últimos años; así como el Reporte de Sostenibilidad Corporativa y el reporte de cumplimiento del Código del Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas.
4. Presentación de dos (2) Informes de clasificación de riesgo sobre los valores a emitir.

De lo expuesto, podemos observar que una oferta pública de valores acoge en su gran mayoría la participación de empresas con la capacidad de cumplimiento de una serie de requisitos y de mayores costos de transacción, cuya presencia en el mercado de capitales hace necesaria la intervención del órgano regulador estatal, con la finalidad de promover transparencia de la información que debe ser oportuna, suficiente y veraz para una adecuada toma de decisiones de los inversionistas (institucionales y/o personas naturales) que deseen participar.

3.7. Oferta Privada

Bajo los preceptos establecidos sobre la definición de una oferta pública, la presente investigación se desarrollará en el marco de las ofertas privadas, donde se emitirán bonos titulizados como valores mobiliarios de inversión.

En efecto, el art. 5 de La Ley de Mercado de Valores señala:

Artículo 5. Oferta privada: Es privada la oferta de valores mobiliarios no comprendida en el artículo anterior. Sin perjuicio de ello, se consideran ofertas privadas las siguientes:

- a) La oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales. Los valores mobiliarios adquiridos por estos inversionistas no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro inversionista institucional o se inscriba el valor previamente en el Registro Público del Mercado de Valores.
- b) La oferta de valores mobiliarios cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo sea igual o superior a doscientos cincuenta mil nuevos soles (S/. 250 000,00). En este caso, los valores no pueden ser transferidos por el adquirente original a terceros con valores nominales o precios de colocación inferiores.
- c) Aquellas que establezca Conasev³. (LMV, 2002)

³ (*) Artículo modificado por el Artículo 6 de la Ley N.º 29720.

Al respecto, abarcaremos el estudio de los literales a) y b) que constituyen una oferta privada, la cual al no reunir las características propias de una oferta pública mencionadas anteriormente y siempre que no existan medios masivos de comunicación, será aquella:

- Dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales.
- Cuyo valor nominal o valor de colocación unitario más bajo de la oferta, sea igual o superior a S/250 000.00 (actualizados por IPM⁴).

Sobre el primer punto, debemos indicar que la oferta dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales es considerada como privada debido al valor de la información que conocen y gestionan este tipo de inversores, cuyos conocimientos sobre el desarrollo del mercado de valores y de los valores mobiliarios les permite evaluar adecuadamente los riesgos asociados a la inversión; de este modo, los destinatarios de la oferta no se encuentran conformados por pequeños inversionistas que involucre el interés público y que por lo tanto merezcan protección, quienes como lo señala Meneses (2017) 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.

El segundo punto establece un criterio cuantitativo para la determinación de la oferta, señalando un valor mínimo de colocación por la suma de S/250 000.00 (doscientos cincuenta mil con 00/100 soles), entendiéndose que la oferta por un monto menor al señalado no será considerada como privada.

Una oferta privada se diferencia principalmente de una oferta pública, en lo siguiente:

1. Respecto al tipo de inversionista al cual se dirige, el mismo que es exclusivamente institucional (mejor manejo y gestión de información).

⁴ El Índice de Precios al Por Mayor (IPM), es un indicador económico que muestra la variación en los precios de un conjunto de bienes que se transan en el canal de comercialización mayorista, incluye en su composición bienes de demanda intermedia, bienes de consumo final y bienes de capital- Fuente: INEI

2. En cuanto a las obligaciones del emisor sobre difusión de la información e inscripción de los valores mobiliarios en el Registro de Valores Mobiliarios, respecto del cual no se encuentra obligado.
3. Sobre los costos de emisión y/o transacción que son menores en comparación a una oferta pública, así como los plazos de estructuración, trámites administrativos y clasificación que suelen ser más cortos.

Dichas características hacen que una oferta privada sea bastante atractiva tanto para las empresas, inversionistas institucionales y entidades vinculadas en la estructuración y colocación de los valores a emitir.

3.8. Mercado Alternativo de Valores

El Mercado Alternativo de Valores o llamado también “MAV” consiste en una modalidad la cual ha sido establecido por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) con el fin de que nuevas empresas que no operan dentro del Mercado de Valores puedan acceder a la bolsa; nos referimos a las pequeñas y medianas empresas domiciliadas en nuestro país; permitiendo así su acceso con una serie de ventajas dentro de las que podemos mencionar costos menores, menos cantidad de requisitos exigidos, flexibilidad en cuanto a la información; entre otros (Superintendencia de Mercado de Valores – 2018).

3.8.1. ¿Qué empresas pueden participar en el MAV?

Dentro de las características que tienen que poseer las empresas que operen dentro del MAV, tenemos las siguientes (Bolsa de Valores de Lima 2019):

- Empresas cuyo domicilio se encuentre en el Perú.
- Ingreso anual de los tres últimos ejercicios no deben superar los 350 millones de soles o su importe equivalente en dólares americanos.
- Dichas entidades no deben de listar en la bolsa, ya sea de Perú o en otras del exterior; y no deben estar obligadas a listar.

3.8.1.1. Ventajas y Desventajas

3.8.1.1.1. Ventajas

- Acceso a nuevas formas de financiamiento a través de costos menores competitivos en el mercado.
- Mayor captación de recursos financieros a través de emitir valores mobiliarios.
- Permite que la empresa mejore su posición en el mercado.
- Flexibilidad en cuanto a los requisitos y plazos para inscribir en Registros Públicos del Mercado de Valores los valores a emitir.
- Flexibilidad en la presentación periódica de información sobre la emisión.
- Menores costos de tarifas reduciéndose hasta un 50% pagadas a BVL, CAVALI y SMV.
- Buenas prácticas por parte de la empresa.

3.8.1.1.2. Desventajas

- Las desventajas se refieren a la deficiente cultura bursátil.
- Poca difusión acerca del mercado de capitales.
- Poca tamaño de las colocaciones de bonos que no lo hace atractivo a los inversionistas.
- Poca información aumenta el nivel de riesgo de la inversión.

3.9. Titulización de Activos

El autor Chu Rubio Manuel (2006) señala:

La Titulización de activos tiene como propósito fundamental transformar activos inmovilizados, ilíquidos o de lenta rotación en dinero en efectivo. La titulización de activos deriva en la colocación de instrumentos financieros en el mercado de valores de renta fija específicamente de bonos. La Titulización busca la obtención de liquidez mediante la rotación de activos y la reducción del nivel de endeudamiento. La titulización brinda al originador la posibilidad de liquidar activos tradicionalmente ilíquidos o por lo menos de escasa rotación, con el objeto de maximizar la utilización de recursos de capital congelados. Asimismo, una empresa puede decidir titular ciertos grupos de activos

para asignar los fondos obtenidos a una línea más rentable del negocio o inclusive reducir su nivel de endeudamiento. (Chu Rubio Manuel, 2006: 603)

El artículo 291 de la Ley del Mercado de Valores establece que la titulización:

“Es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de 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.”

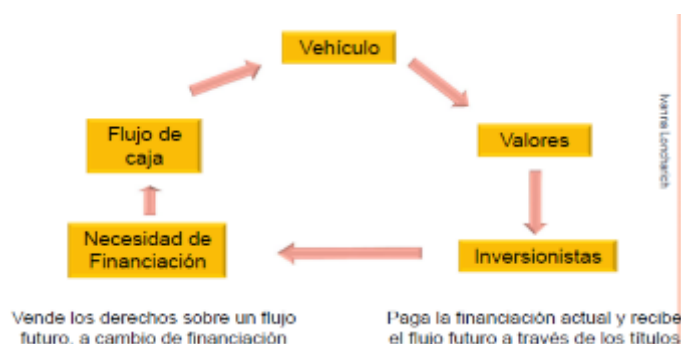
En términos prácticos, la titulización de activos será un mecanismo alternativo de financiamiento q consistente en la transformación de activos ilíquidos o de lenta rotación en valores mobiliarios que posteriormente serán colocados en el mercado de capitales, con la finalidad de obtener dinero en efectivo y adelantar las ganancias futuras. (ORÉ, I. 2008)

Para Tong y Díaz, este proceso comenzará cuando una empresa denominada entidad originadora o fideicomitente, transfiere todo o parte de sus activos ilíquidos a una sociedad titulizadora o fiduciaria, que a su vez creará un patrimonio autónomo denominado patrimonio fideicometido. Es así, que contra este patrimonio se emitirán valores que serán colocados a los inversionistas o fideicomisarios, quienes entregarán dinero en efectivo a cambio. Este dinero será transferido al fideicomitente (originador), habiéndose pagado con anticipación los honorarios del fiduciario. Posteriormente, el servidor, quien se encarga de ejecutar el cobro de las prestaciones relativas a los activos, realizará la transferencia del dinero cobrado al patrimonio fideicometido y con este dinero se pagará a los fideicomisarios (inversionistas), de acuerdo a los términos en los que se emitieron los valores. Dichos pagos brindan seguridad a los inversionistas, puesto que en el supuesto de incumplimiento de uno de ellos podrán solicitar el pago del saldo total que se les adeuda, además podrán contar con un mejorador que otorgue garantías adicionales haciendo más segura la inversión. (Tong y Díaz, 2003)

De lo expuesto, consideramos que la titulización de activos promueve

la desintermediación financiera a través la emisión de valores negociables respaldados por flujos futuros provenientes de activos generadores de renta con los que cuentan las empresas; de esta forma se puede obtener financiamiento a un menor costo y de forma directa en el mercado directo o de capitales.

Gráfico N° 3.5 Flujograma Básico



Fuente: Loncharich, Ivanna ⁵

3.9.1. Participantes

El autor Claudio Cruces, indica como participantes del proceso de titulización de activos a los siguientes: (i) el Originador, (ii) el Estructurador, (iii) el Servidor, (iv) el Vehículo de Propósito Específico o patrimonio autónomo, (v) la Sociedad Titulizadora, (vi) los Mejoradores Externos, (vii) las Agencias Clasificadoras de Riesgo, (viii) el Agente Colocador y (ix) los Inversionistas.

3.9.1.1. El Originador: *El Originador o Loan Originador es el encargado de dar inicio al proceso de empaquetamiento y transformación de los activos. Es denominado como el titular original de los activos ilíquidos que serán objeto de la titulización y serán transferidos al Vehículo de Propósito Específico (patrimonio fideicometido o sociedad de propósito especial).*

Tales activos pueden haber sido originados por el propio originador o pueden haber sido adquiridos de terceros. De conformidad con el literal d del artículo 292 de la Ley de Mercado de Valores “el Originador es la persona en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo y que se obliga a transferir los activos que lo integrarán” (Texto Único Ordenado de la LMV, art. 292).

3.9.1.2. El Estructurador: *El Estructurador o Arranger se encarga del diseño del esquema del proceso de titulización y la forma en que desarrollará la*

⁵Fuente Diapositivas Titulización de Activos, Ivanna Loncharich- ESAN. Julio 2018.

operación; para lo cual también se encargará de determinar las garantías a utilizarse bajo los términos y las condiciones de la emisión de los valores.

3.9.1.3. El Servidor: *El Servidor o Administrador (Servicer) ejerce las funciones de un agente de recaudación y cobranza, por cuenta del Vehículo de Propósito Específico. Se encarga de recolectar los recursos provenientes de los derechos de cobro que corresponden a los activos titulizados, realiza funciones de seguimiento y evaluación del historial correspondiente a la materialización de tales recursos. Una vez recibidos los flujos dinerarios deberá remitirlos al Vehículo de Propósito Específico, en calidad de nuevo titular o propietario de los activos titulizados.*

3.9.1.4. El Vehículo de Propósito Específico: *El Vehículo de Propósito Específico (VPE) o Special Purpose Vehicle (SPV) es la entidad creada con el único objeto de adquirir los activos ilíquidos que se desean titular y emitir los valores de titulación que serán colocados a los inversionistas. Puede adoptar la figura de un patrimonio fideicometido administrado por una Sociedad Titulizadora, o de una sociedad de propósito específico. Es a través de los Vehículos de Propósito Específico que el Originador se deslinda de los riesgos vinculados a los activos titulizados. Cabe señalar, que el Vehículo de Propósito Específico es el responsable directo del cumplimiento total y oportuno, a favor de los inversionistas y frente a los mismos, de las obligaciones dinerarias contenidas en los instrumentos o valores emitidos como parte del proceso de titulación.*

3.9.1.5. La Sociedad Titulizadora: *La Sociedad Titulizadora o Sociedad Gestora de Fideicomisos de Titulación es la encargada de constituir el patrimonio fideicometido (en los fideicomisos de titulación) con los activos de lenta rotación que recibe del Originador. Asimismo, dentro de su rol de fiduciario, debe corroborar que se dé cumplimiento con lo establecido en el acto constitutivo del patrimonio fideicometido, especialmente a lo relativo al pago a favor de los Inversionistas, rendimiento establecido en los valores mobiliarios emitidos con cargo al fideicomiso de titulación, entre otros.*

3.9.1.6. Los Mejoradores de Riesgo: *son terceros que intervienen en el proceso de titulación de activos asumiendo un rol de garantes financieros de los titulares de los valores emitidos con cargo al Vehículo de Propósito*

Específico (Inversionistas), con el fin de reducir el riesgo de crédito de la titulización. Por lo general, los Mejoradores son necesarios en caso los activos ilíquidos transferidos al Vehículo de Propósito Específico no reflejen un nivel adecuado de: (i) certidumbre de pago, o (ii) colateralización, que sean suficientes para obtener una clasificación de riesgo que resulte atractiva a los potenciales Inversionistas.

3.9.1.7. Agencias Clasificadoras de Riesgo o Rating Agencies: *son aquellas entidades que brindan el servicio de calificación de los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico, a través de la valoración de la calidad de dichos valores como instrumentos de inversión, toman en cuenta diversos criterios, no siempre vinculados netamente a aspectos financieros. Para la presentación de resultados de las valoraciones las Agencias Clasificadoras de Riesgo emiten informes de clasificación de riesgo, mediante los cuales comunican al mercado la cantidad o nivel de riesgo que potencialmente representan los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico.*

3.9.1.8. El Agente Colocador o Underwriter: *es el encargado de promover y colocar los valores emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Exclusivo, de acuerdo a los términos y condiciones establecidos en el denominado Contrato de Colocación o Underwriting Agreement. Es el responsable de establecer el precio y comercializar u ofrecer los valores a los potenciales Inversionistas o interesados.*

3.9.1.9. Los Inversionistas: *Los Inversionistas son las personas naturales o jurídicas que suscriben y adquieren los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico, con la finalidad de recibir el rendimiento correspondiente a dichos instrumentos de deuda, asumiendo así, el riesgo de crédito inherente al Vehículo de Propósito Específico antes indicado. (Claudio Cruces, 2018: 11-19)*

3.10. Modalidades de Titulización:

La titulización puede ser de dos tipos dependiendo de la función del emisor, estas son: PASS THROUGH (de traspaso o traslado) y PAY THROUGH (de pago).

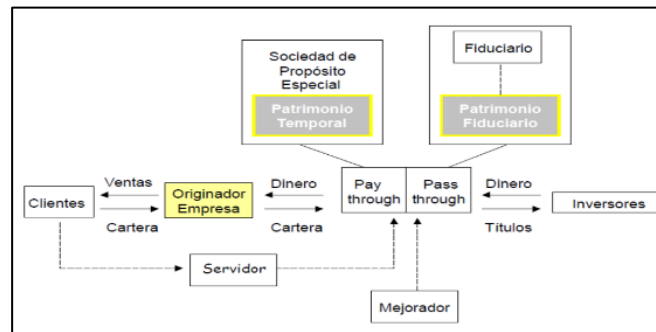
3.10.1. Pass Through (De traspaso o traslado)

Traslado o traspaso temporal (pass through), mediante el cual se transfieren activos a favor de una sociedad titulizadora para constituir un patrimonio autónomo, sujeto a la administración del agente fiduciario. Utilizando este respaldo se emiten los instrumentos que serán adquiridos por los inversionistas.

3.10.2. Pay Through (De pago)

De pago (pay through) o sociedad de propósito especial; se utiliza para emitir valores que son garantizados contra su propio patrimonio. En este caso, la transferencia de activos es permanente.

Gráfico N° 3.6 Esquema de Pay / Pass Through



Fuente: Loncharich, Ivanna

Ambas modalidades son consideradas estructuras de flujo de caja, debido a que a los flujos provenientes de los activos titulizados van a orientarse en exclusividad a la cancelación de las obligaciones que surgen de la adquisición de los securities (títulos valores) dados por los inversionistas. (Loncharich, 2018)

Para un mayor abundamiento Alcázar Uzátegui, señala lo siguiente:

La modalidad de traslado o pass through implica, que la entidad emisora, a través de la celebración de un contrato de fideicomiso, puede a modo de ejemplo constituir un patrimonio autónomo, el cual está separado de su patrimonio general y contra el cual se emiten los títulos valores, que luego serán adquiridos por los inversionistas. En el segundo caso o modalidad de pago o pay through, el originador vende los activos a ser titulizados a la entidad emisora, la misma que emite los nuevos títulos contra su propio patrimonio. Es decir, a diferencia de la primera modalidad, los bienes se incorporan al patrimonio de la entidad adquirente y responden por todas las obligaciones que la misma contrae en el desarrollo de sus operaciones. (Alcázar, 2015: 296)

De lo expuesto, debemos señalar que la Ley del Mercado de Valores peruana recoge los sistemas de pago Pay y Pass through y en el art. 294 establece que los procesos de titulización pueden ser desarrollados a partir de los siguientes patrimonios de propósito exclusivo:

- a) Patrimonios fideicometidos, mediante fideicomisos de titulización.
- b) Patrimonios de sociedades anónimas de propósito especial,
- c) otros que establezca la CONASEV, hoy SMV. (LMV, 2002)

La presente investigación, abarcará su estudio en el desarrollo de los patrimonios fideicometidos generados por bonos como valores mobiliarios, a través de fideicomisos de titulización, como patrimonio de propósito exclusivo.

3.11. Fideicomiso de Titulización

El fideicomiso de titulización es definido por la LMV (art.301°) 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°.

Por su parte, el autor Miguel Ángel Martín Mato, señala:

Un fideicomiso de titulización es la relación jurídica por medio de la cual una persona natural o jurídica denominada fideicomitente, entrega en propiedad los bienes o transmite los derechos a otra que se denominada fiduciaria, para que esta última administre estos activos y realice con ellos el cumplimiento de finalidades lícitas, determinadas y posibles; una vez cumplidas, destine los bienes, derechos y provechos aportados y los que se hayan generado a favor de otra persona denominada fideicomisario, que puede ser el propio fideicomitente. En base a lo señalado anteriormente, las personas que intervienen en el proceso son generalmente tres (el fideicomitente, el fiduciario, y el fideicomisario), pudiéndose reducir a dos en función del beneficiario final (cuando el fideicomitente es a la vez el fideicomisario). Adicionalmente puede darse la figura del factor fiduciario, así como la existencia de una comisión administradora los cuales tengan como función administrar al patrimonio autónomo. (Martín Mato, 2010: 30)

De otro lado, Rafael Alcázar Uzátegui establece:

Es a través de esta estructura que una empresa que cuenta con activos ilíquidos o de lenta rotación (fideicomitente) se obliga a efectuar la transferencia de estos activos en favor de una sociedad titulizadora (fiduciario), para constituir un patrimonio autónomo (patrimonio fideicometido) sujeto a su administración. De este modo, que en contra de dicho patrimonio se emitirán los valores a colocarse en el mercado de capitales y que serán adquiridos por los inversionistas (fideicomisarios). (Alcázar,

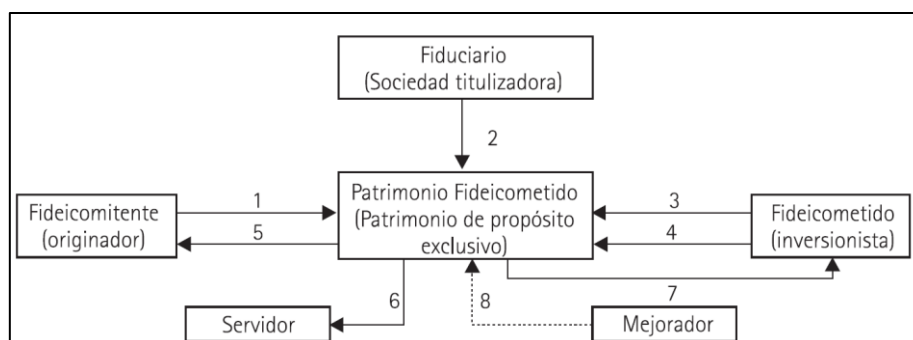
De lo expuesto, podemos observar la presencia de tres actores importantes dentro de esta relación jurídica: el Fideicomitente, el Fideicomisario y el Fiduciario. El Fideicomitente como la persona natural o jurídica que mediante un contrato de fideicomiso destina o afecta ciertos bienes o derechos a un fin lícito y determinado, resulta ser el propietario del bien o derechos que se transmitirán en fideicomiso y además será quien instruye al fiduciario sobre el objetivo o destino que deberá cumplir, siendo este el encargado de gestionar el patrimonio fideicometido a favor del fideicomisario o beneficiario de la constitución del fideicomiso y por cuyos derechos e intereses vela el fiduciario, pudiendo ser un tercero o el mismo fideicomitente.

Por su parte Alcázar, dentro de los elementos del fideicomiso de titulización, hace las siguientes precisiones:

1. **Fideicomitente.** También conocido como el originador, es la empresa que posee activos ilíquidos o de lenta rotación y que con la finalidad de obtener una fuente de financiamiento transfiere dichos activos a una sociedad titulizadora, para obtener liquidez y desarrollar más ampliamente el giro de sus negocios dentro de una economía moderna.
2. **Sociedad Titulizadora.** Sociedad anónima cuyo objeto exclusivo es desempeñarse como administrador-fiduciario en los procesos de titulización y, por ende, dedicarse a la adquisición de activos para constituir y administrar patrimonios autónomos (fideicometidos) que respalden la emisión de valores mobiliarios. (Alcázar 2015)

En la siguiente figura se muestra el esquema de este proceso.

Gráfico N° 3.7 Esquema en la modalidad de Fideicomiso de Titulización



Fuente: J. Tong & E. Díaz, 2003, Lima, Perú: Universidad del Pacífico.

Asimismo, debemos señalar que para la constitución de los fideicomisos de titulización se debe seguir un procedimiento documentario, el mismo como lo señala Alcázar Uzátegui es el siguiente:

El fideicomiso de titulización debe constituirse bajo un contrato escrito que cuente con los términos y condiciones de la operación de titulización, el mismo que es celebrado entre el fideicomitente (originador) y el fiduciario (sociedad titulizadora) y al cual se adhieren los fideicomisarios (inversionistas) al suscribir o adquirir los valores emitidos, con respaldo del patrimonio fideicometido (patrimonio autónomo). La negociación se realizará entre el originador y la sociedad titulizadora, al cual se adhieren los inversionistas. Este contrato deberá constar en escritura pública, salvo que se inscriba en Registros Públicos utilizando el formulario registral, en sustitución de escritura pública, o cuando los activos transferidos al patrimonio fideicometido no requieran de tal documento público para su transferencia, de acuerdo a las normas legales vigentes. (Alcázar, 2015: 297)

De otro lado, debemos mencionar que de conformidad al art. 9 del Reglamento de Titulización de Activos⁶, pueden estructurarse a partir de un fideicomiso de titulización, sin que la enumeración sea limitativa, tales procesos:

- a) Titulización de carteras de créditos y de otros activos generadores de un flujo de efectivo, creados o no al momento de la celebración del acto constitutivo;*
- b) Aquellos en que se transfiere uno o más bienes inmuebles para que integren el patrimonio fideicometido, y cuya explotación comercial o liquidación respaldará el pago de los valores a emitir;*
- c) Los estructurados para el desarrollo de proyectos específicos, en los que el patrimonio fideicometido se encuentra integrado por los diseños, estudios técnicos y demás medios y activos para el desarrollo de un proyecto, con cuyos frutos y productos se respaldará el pago de los valores que se proyecta emitir;*
- d) Aquellos destinados a financiar obras de infraestructura y servicios públicos, en que los valores a emitir se encuentran respaldados por el flujo de efectivo que éstos generen en el futuro, el mismo que es cuantificado con base en información estadística de años anteriores o con apoyo en proyecciones de años futuros;*
- e) Aquellos en los que se transfieran otros activos a fin de servir de respaldo a los valores a emitir.*

Del mismo modo, debe tenerse en cuenta lo dispuesto en el art. 5 del citado Reglamento, que indica:

No es permitida la utilización de las siguientes categorías de activos, en procesos de titulización, cuando los valores a respaldar vayan a ser objeto de oferta pública en el territorio nacional:

- a) Los embargados;*
 - b) Los sujetos a litigio por cualquier otra causa.*
- No están comprendidos en los literales a) y b) precedentes los bienes embargados o*

⁶Resolución CONASEV N° 0001-1997. Publicado el 09/01/1997

sujetos a litigio en procesos iniciados por el propio acreedor. Respecto de los mismos, y a efectos de que puedan ser susceptibles de titulización, no deberá pesar ningún litigio que afecte la titularidad del activo a titular. Asimismo, tampoco están comprendidas en dicha limitación y, por tanto, son susceptibles de ser titulizadas, las garantías que respaldan los activos a titular siempre que cumplan la condición establecida precedentemente.

De acuerdo a ello, el reglamento prohíbe titular activos embargados o sujetos a litigio por cualquier causa, con las consideraciones que señala el propio artículo, no existiendo alguna otra limitante que permita titular cualquier activo que se considere conveniente.

Los valores que se emitan en los procesos de Titulización, como aquellos títulos de participación adquiridos sobre el patrimonio autónomo pueden ser:

Títulos de contenido crediticio, generalmente referidos al pago de un interés y a la posterior redención del principal (...)
En efecto, los valores mobiliarios más utilizados en procesos de Titulización son los bonos que tienen un plazo mayor a un año (...)
Títulos de participación, que otorgan al tenedor un derecho o parte alícuota sobre los activos titulizados objeto de la movilización (...)
Otros, dejándose abierta la posibilidad para que CONASEV amplíe la gama de títulos a ser emitidos en un proceso de Titulización, incluyendo los que combinan derechos.
(IUS ET VERITAS, 2011: 180)

De todos los valores emitidos, la presente investigación ahondará en el estudio de los bonos titulizados, los mismos que suelen ser los más utilizados en este proceso.

3.12. Bonos Titulizados

La Ley de Títulos Valores⁷ - TÍTULO III: de los valores representativos de deuda, capítulo primero de las obligaciones: bonos, papeles comerciales y otros valores, señala:

Artículo 263.- Valores representativos de Obligaciones.

263.1 Los valores representativos de Obligaciones incorporan una parte alícuota de un crédito colectivo concedido en favor del emisor, quien mediante su emisión y colocación reconoce deudas en favor de sus tenedores.

263.2 Cada emisión puede ser hecha en una o varias series, numeradas. Los valores que representan las Obligaciones pueden ser sólo nominativos o al portador.

263.3 Las Obligaciones podrán ser emitidas en moneda nacional o extranjera, sujetas o no a reajustes o a índices de actualización constante u otros índices o reajustes permitidos por la ley.

⁷ LEY N° 27287, CONCORDANCIAS: z R. SBS N.° 685-2007 (Aprueban Reglamento del Título de Crédito Hipotecario Negociable) z R. CONASEV N° 062-2007-EF-94.01.1 (Aprueban el nuevo Reglamento para la Representación mediante anotaciones en cuenta del Título de Crédito Hipotecario Negociable)

Artículo 264.- Bonos y Papeles Comerciales

264.1 Las Obligaciones a plazo mayor de un año sólo podrán emitirse mediante Bonos.

264.2. Las Obligaciones de plazo no mayor a un año, sólo podrán emitirse mediante Papeles Comerciales.

De este modo podemos entender que un bono es un valor representativo de deuda u obligación emitido a un plazo mayor de un año, cuyo emisor se obliga respecto a un tenedor a quien reconoce una deuda y por la cual este último exige un pago de interés.

El autor, Madura, J. indica que los Bonos son títulos valores de deuda a largo plazo emitidos por organismos gubernamentales o corporaciones, que se caracterizan primordialmente porque el emisor del bono está obligado a pagar intereses o también denominado cupones, de forma periódica ya sea en forma anual o semestral (Madura, 2010)

Por su parte, Fernández señala:

Un bono es un título valor representativo de deuda del emisor respecto al inversionista que adquiere este título, de tal forma que el emisor queda obligado a pagar una suma específica en una fecha determinada, por lo general deberá realizar pagos periódicos de intereses. De otro lado, señala que el valor nominal a la par, o maduración de un bono, será la suma determinada que el emisor se compromete a pagar en la fecha de vencimiento programada. La tasa de cupón es la tasa de interés que debe pagar el emisor al inversionista, dicha tasa suele ser fija y no varía con las tasas de interés del mercado; sin embargo, el pago de intereses puede quedar indexado a un índice de precios con el fin de proteger al inversionista respecto de la inflación. (Fernández, 2009: 235)

Existen distintos tipos de bonos; sin embargo, dentro de su clasificación, concurren elementos comunes como la tasa cupón, el valor nominal, el plazo, precio y cupón a pagar.

En el siguiente gráfico podemos observar las distintas clases, según los autores Fabozzi (2012) y Fabián (2014).

TABLA 3.4 Clases de Bonos

TIPOS DE BONOS	DESCRIPCIÓN
POR TIPO DE EMISOR	
Bono Corporativo	La obligación es emitida por una empresa o compañía.
Bono Soberano	Son emitidos por el gobierno de un país, considerándose los más seguros, dependiendo de qué país se trate al momento de evaluar el riesgo para determinar si efectivamente el riesgo será bajo.
Bonos Municipales	Emitidos por entidades gubernamentales que no son del gobierno central.
POR TIPO DE AMORTIZACIÓN	
Bono Bullet	Pagan periódicamente los intereses pero la amortización se realiza sólo al vencimiento
Bono con amortización hecha a medida	El cronograma de amortización se diseña de acuerdo a los flujos esperados del emisor.
POR TIPO DE CUPÓN	
Bono Cupón Cero	No paga intereses periódicos, solo se devuelve su valor nominal al vencimiento.
Bonos Perpetuos	Pagan una perpetuidad en forma de cupones de manera periódica y sin una fecha de vencimiento.
Bonos Step-up	La tasa cupón de estos bonos aumenta conforme a un cronograma fijado.
Bono de cupón diferido	No existen pago de intereses por un período. Luego de terminado este período, se comienza el pago contabilizando los intereses diferidos hasta ese momento.
Bono de tasa variable o flotante	Se realiza el pago de cupones aplicando una tasa referencial más un margen aplicable
CON OPCIONES	
Bono con opción de Call	Permite al emisor retirar total o parcialmente de la emisión antes de la fecha de vencimiento.
Bono con opción de Put	Permite al bonista revenderle al emisor la emisión a un precio específico en fechas determinadas.
POR TIPO DE MONEDA	
Bono denominado en Dólares	Los pagos son realizados en dólares americanos.
Bono no denominado en Dólares	Los pagos son realizados en una moneda distinta a los dólares americanos.
Bono de denominación dual	Los pagos de cupón se realizan en una moneda distinta a los pagos de principal.
OTROS	
Bono Convertible	El bono es convertible a un número específico de acciones comunes de la empresa emisora.
Bono Estructurado	Existe un activo subyacente al bono que determina la rentabilidad de este.
Bonos de arrendamiento financiero	Emitidos por bancos, financieras y empresas de arrendamiento financiero para financiar exclusivamente este tipo de arrendamiento.
Bonos VAC	Se asegura una rentabilidad real al tenedor del bono al indexar el valor nominal a la inflación.
Bonos de titulación	Bonos emitidos con el respaldo de un patrimonio titulado autónomo de la empresa que cedió sus activos para poder constituirlo.

Fuente: (Fabozzi, 2012: 4-6); (Fabián, 2014: 12)

De la gama de bonos como valores mobiliarios existentes, nos centraremos en la emisión de bonos titulizados en particular.

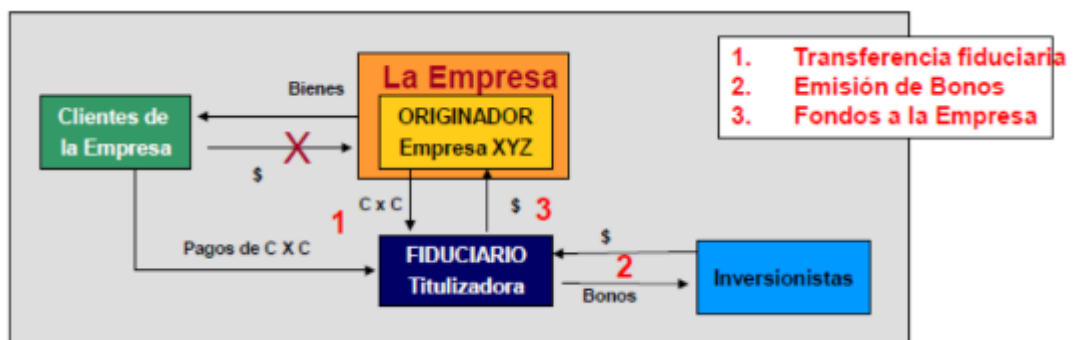
Al respecto, podemos indicar que un bono titulizado será un instrumento de inversión de renta fija o valor mobiliario representativo de deuda, que permite a cualquier empresa (PYMES para esta investigación) obtener financiamiento, sirviendo al mismo tiempo de garantía para los inversionistas que van a adquirir estos valores, esta garantía se manifestará en el respaldo que ofrece el patrimonio fideicometido, además de que la inversión retornará más una tasa de interés,

proceso que de no funcionar correctamente, su ejecución resultará más ventajosa para el inversionista en cuanto a plazos y términos pactados, a diferencia de un financiamiento tradicional mediante hipotecas o garantías mobiliarias.

La emisión de los bonos titulizados, se gestiona de acuerdo a la siguiente estructura⁸:

- El Originador transfiere fiduciariamente ciertos activos (existentes o futuros) a favor de un patrimonio autónomo (patrimonio fideicometido) bajo el dominio de un fiduciario (sociedad titulizadora).
- La sociedad titulizadora emite obligaciones (bonos) respaldadas por los flujos de efectivo que generarán los activos cedidos (Asset-backed securities).
- Los fondos pagados por los adquirentes de los bonos (inversionistas) son transferidos al Originador como pago por la transferencia de los activos al patrimonio fideicometido.

GRÁFICO N° 3.8 Emisión de Bonos Titulizados

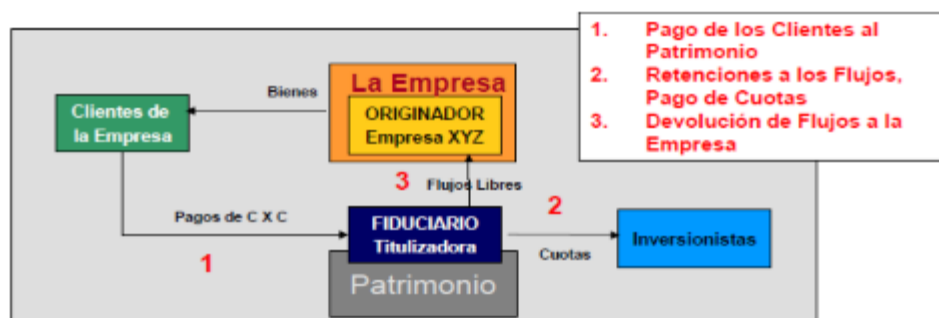


Fuente: Omar Gutiérrez O.

- Los flujos que generan los activos pasan al Patrimonio Fideicometido.
- Estos pasan por la cascada (retenciones), donde se acumulan los fondos para el pago del capital e intereses de los Bonos, así como los costos de la operación.
- Todos los remanentes son transferidos periódicamente al Originador (flujos de libre disposición).

⁸ Fuente Diapositivas Mercado de Valores. Omar Gutiérrez Ochoa- Esan. Abril 2018.

Gráfico N° 3.9 Emisión de Bonos Titulizados 2



Fuente: Omar Gutiérrez O.

Lazo (2007) establece algunos beneficios de la emisión de estos valores:

- 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) *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.*
 - 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.*
- (Lazo, 2007:191-192)

Dentro de las ventajas de este mecanismo, la empresa ACRES Sociedad Titulizadora S. A⁹. señala:

El uso de un Fideicomiso de Titulización reduce sustancialmente el riesgo para los inversionistas, debido a que los activos que respaldan el financiamiento dejan de formar parte del bloque patrimonial de la empresa (transferencia de dominio fiduciario temporal) y ahora respaldan únicamente los derechos de los inversionistas. En caso de incumplimiento en el pago del financiamiento, las garantías pueden ser ejecutadas en forma ágil y sin necesidad de proceso judicial alguno. Una vez pagado el financiamiento, los activos retornan al bloque patrimonial de la empresa". (ACRES, 2018)

De este modo, consideramos que los bonos titulizados, resultan ser una alternativa

⁹Ver: <https://www.acres.com.pe/single-post/Una-alternativa-de-financiamiento-que-pocos-conocen/> Consultado el 20/04/2020

más de financiamiento, cuyo mercado potencial lo constituyen los inversionistas institucionales. Estos bonos pueden facilitar especialmente la gestión de las carteras a los fondos de pensiones y entidades aseguradoras, ya que les ofrecen la posibilidad de invertir en activos a largo plazo con rentabilidades superiores a la de las emisiones de deuda pública, facilitando el acoplamiento de los cobros derivados de sus activos con los pagos que generan sus pasivos.

3.13. Diferencia de un Fideicomiso de Garantía y uno de Titulización

A efectos de tener claramente establecido la fuente de repago de los bonos titulizados y no confundir un Fideicomiso de Garantía con uno de Titulización; consideraremos algunas diferencias entre estos dos tipos de fideicomiso como se muestra en el siguiente gráfico:

GRÁFICO N° 3.10 Diferencias entre Fideicomiso de Garantía y Titulización

DIFERENCIAS	FIEICOMISO DE GARANTIA	FIEICOMISO DE TITULIZACION
REGULACION	Ley N° 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS.	Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, TUO Decreto Supremo N° 093-2002-EF.
OBJETIVO	Transferir el dominio fiduciario de uno o varios bienes muebles o inmuebles a título del fideicomiso para garantizar con ellos el cumplimiento de ciertas obligaciones, designando como beneficiario al acreedor de estas.	Emitir valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se emiten como consecuencia de los procesos de titulización constituyen títulos valores.
USOS	Como garantía sobre la base de recaudación pública futura; garantía de una operación con la entrega en dominio fiduciario de bienes inmuebles; y garantía de un préstamo con la entrega de acciones en custodia.	Obtención de liquidez a partir de activos de baja rotación, mediante la emisión de títulos con base en dichos activos; titulización de inmuebles; titulización de un proyecto de construcción.
PERIODO DE SOSPECHA	Artículo 245° de la LGSF: acción para anular la transmisión fideicomisaria en caso el fideicomiso se haya realizado en fraude de acreedores	Artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores y 12° del Reglamento de Titulización de Activos
	La acción de anulabilidad caduca a los seis meses de publicado en el Diario Oficial, por tres días consecutivos, un aviso que dé cuenta de la enajenación, o a los dos meses de la fecha en que el acreedor haya sido notificado personalmente de la constitución del fideicomiso. Una vez que el aviso se ha publicado, comienza a regir el conocido periodo de sospecha. Una vez que dicho plazo ha caducado, no existe acción alguna para anular la transferencia fideicomisaria y el fideicomiso queda perfectamente constituido.	No existe periodo de sospecha. Art. 298° LMV "...no podrá declararse la nulidad, por simulación la anulación, ni la ineficacia por fraude del acto por el cual una o más personas naturales o jurídicas constituyen un patrimonio de propósito exclusivo y se obligan a transferir activos para que se incorporen en dicho patrimonio..." Art. 12 RTA: "...será facultativa la inscripción del acto constitutivo relativo a cada patrimonio fideicometido en la partida registral de la sociedad tituladora que ejerce dominio fiduciario sobre éste. La transferencia fiduciaria de bienes muebles o inmuebles registrados es oponible a terceros con la inscripción del acto constitutivo en la partida registral del activo transferido en fideicomiso..."

Fuente: La Fiduciaria¹⁰Elaboración propia.

¹⁰ La Fiduciaria, [http:// www.lafiduciaria.com.pe](http://www.lafiduciaria.com.pe), (consultado el 10/10/2019)

3.14. Riesgos asociados en la inversión de Bonos Titulizados

Invertir en Bonos de Titulización implica ciertos riesgos relacionados con factores internos y externos al Emisor que pueden afectar el nivel de riesgo asociado con la inversión en estos valores, por ello los potenciales inversionistas deberán realizar cuidadosamente la evaluación financiera de sus excedentes de inversión en concordancia con sus objetivos de inversión.

Según Martin, existen dos tipos de riesgos en las inversiones en instrumentos de renta fija. Estos riesgos se podrían clasificar en riesgos exógenos y endógenos.

- Los riesgos *exógenos* al propio instrumento serían el riesgo de tipos de interés y el riesgo de reinversión de los cupones. La principal razón de la existencia de esta variable exógena son los tipos de interés, que vendrán definidos por un contexto macroeconómico que hará que el instrumento vaya cambiando de valor; y que la reinversión de sus cupones no pueda realizarse a las mismas tasas.
- Los otros riesgos que existen son los *endógenos*, que afectan al instrumento en sí; como es la calidad del emisor, incumplimiento de los pagos, la liquidez del instrumento, los riesgos políticos, etc. (Martin, 2007)

Ante este panorama, definiremos de forma general algunos tipos de riesgo asociados a la inversión en los Bonos de Titulización, sujetos a consideración de los futuros inversionistas.

3.14.1. Riesgo país

Es un indicador económico que asumen las entidades financieras, las empresas o el Estado, por el posible impago de operaciones comerciales o préstamos que realizan con el sector público o privado de otro país, cuanto más crece el nivel del "Riesgo País" de una nación determinada, mayor es la probabilidad de que la misma ingrese en moratoria de pagos o "*default*".

La posibilidad de una depreciación significativa de la moneda local, controles de cambio de altas tasas de interés e inflación incrementa la percepción de riesgo país en los mercados.

Además del aspecto económico, en la práctica, este riesgo también puede involucrar otros aspectos como la estabilidad de las instituciones de gobierno y leyes, independencia de poderes, calidad de supervisión, niveles de corrupción y violencia, así como el respeto de las leyes. Todo ello impacta en el nivel de confianza de los inversionistas y por lo tanto en sus decisiones de inversión.

3.14.2. Riesgo macroeconómico

Los países suelen tener problemas económicos de diversa índole, entre las manifestaciones de este riesgo tenemos:

3.14.2.1. Políticas económicas: Los Bancos Centrales en los países emergentes no gozan de la independencia deseada, encontrándose en muchos casos fuertemente politizados.

3.14.2.2. Inflación y política cambiaria: Los países emergentes suelen tener políticas sociales que provocan déficit fiscal, y, por tanto, inflación y depreciaciones de la moneda. Por otro lado, aunque los sistemas de flotación no son fijos, suele caerse en un sistema con bastante intervencionismo por parte de los bancos centrales; lo que trae como consecuencia que el tipo de cambio cotizado no refleje la realidad.

3.14.2.3. Riesgo de divisa: Cuando una empresa invierte en un país emergente, realiza las inversiones en la moneda del país. Esto provoca que, de haber fuertes fluctuaciones del tipo de cambio, pueden darse pérdidas económicas.

3.14.2.4. Riesgo de transferencia: Riesgo derivado de la imposibilidad de repatriar capital, intereses, dividendos y demás debido a la situación económica de un país, que haga que en un determinado momento exista una carencia de divisas que impida la repatriación. En ese sentido, debemos señalar que la generación de los flujos a favor del Patrimonio Fideicometido dependerá principalmente del nivel de la actividad económica de los países donde sean emitidos los instrumentos subyacentes, en relación a los distintos tipos de riesgo económico mencionados anteriormente, cuyas modificaciones referidas a la inflación, producto bruto interno,

balanza de pagos, depreciación de la moneda, tasas de interés, etc., podrían afectar el desarrollo de las respectivas economías y por consiguiente influir en la rentabilidad de los Bonos de Titulización y en la capacidad de pago del Patrimonio Fideicomitado.

3.14.3. Riesgo Político

Es el riesgo en el que incurren los prestamistas o inversores por la posibilidad de que se restrinja o imposibilite la repatriación de capitales, intereses, dividendos, entre otros, por razones exclusivamente políticas. Muchos de estos riesgos surgen por la falta de estabilidad política, cambios de gobierno que implican modificaciones en las medidas y directivas de Estado, o en su caso debido a ineficientes sistemas jurídicos. Pueden destacarse como problemas políticos los siguientes:

3.14.3.1. Partidos políticos: Los partidos políticos deben estar basados en regímenes democráticos y es deseable la existencia de pluripartidismo; sin embargo, suele caerse en personalismos.

3.14.3.2. Dictaduras: No siempre la democracia en los países emergentes es una verdadera "democracia", lo que hace que determinados gobernantes abusen del poder para cambiar la constitución y encubiertamente sentar una dictadura.

Desde el punto de vista del inversor, estas son las posibles consecuencias del riesgo político:

3.14.3.3. Expropiación: Cuando un gobierno deba expropiar por causas justificadas y de interés público, debe pagar a precio de mercado el activo expropiado. El mayor problema surge cuando este precio resulta ser muy alto para el país y no desea pagarlo, existiendo el peligro de efectuar una expropiación pura. Otra forma de expropiación es la expropiación sigilosa, lo que en inglés se denomina creeping expropriation, es decir, medidas de política económica (impuestos), social (laboral, protección al consumidor) o ambiental que pueda tomar un gobierno, y que tengan repercusiones altamente negativas en el nivel

de rentabilidad de los inversores.

3.14.3.4. Guerra y conmoción civil: El surgimiento de guerras, protestas populares y huelgas en diferentes sectores económicos pueden incidir en los resultados que los inversores esperaban. En ocasiones, huelgas en el sector transporte o huelgas que no permitan la libre movilidad por las carreteras afectan a las empresas.

3.14.3.5. Incumplimiento de contrato por parte del Estado: Este tipo de incumplimiento suele darse cuando hay cambios de gobierno, a partir de los cuales se cambian leyes, impuestos y contratos. Este factor provoca incertidumbre, ya que una empresa que invierte en un país tendrá asegurada su inversión hasta que haya un nuevo cambio de gobierno, donde podrían variar las cosas.

En el caso de nuestro país, entre fines de la década de los ochenta e inicios de la década de los noventa, se experimentó casos de terrorismo, expropiación de la propiedad privada, dictaduras, etc., Si bien, en la actualidad, estas manifestaciones de riesgo político se encuentran controladas, no existe la seguridad de que tales actividades no puedan repetirse en un futuro.

Asimismo, manifestaciones de violencia y/o vandalismo contra la propiedad pública y privada, por posibles reivindicaciones sociales, económicas o de otra índole pueden afectar las actividades e ingresos de los inversionistas y del patrimonio del fideicomiso; no pudiéndose determinar estas circunstancias de antemano, pero que deben ser sometidas a consideración por los inversores.

3.14.4. Riesgo legal

Al efectuar inversiones en otros países intervienen legislaciones internacionales y las propias del país donde se realizan. De acuerdo a ello, no se puede garantizar que eventuales cambios en la legislación peruana, incluyendo la legislación contable, no puedan afectar la forma en la que el Patrimonio Fideicometido es administrado y la forma como se desarrollará,

con el fin de determinar que tales cambios no vayan a tener un efecto adverso en la capacidad de generación de flujos a favor del Patrimonio Fideicometido.

3.15. Aspecto Tributario

El aspecto tributario en este tipo de operaciones, específicamente en la titulación de activos constituye un punto de importante pues puede acarrear un alto costo para llevar a cabo dichas operaciones.

Tal como lo señala el artículo 301° de la Ley de Mercado de Valores¹¹ en la Titulación de Activos o el Fideicomiso de Titulación el fideicomitente transfiere diversos activos con el objetivo de constituir un patrimonio autónomo llamado patrimonio fideicometido; dicho patrimonio respalda el recupero del capital por parte del inversionista que adquiera los valores que emite la sociedad tituladora.

Dicha transferencia que realiza el fideicomitente es realmente una transferencia de propiedad, la cual constituye una operación la cual genera obligaciones tributarias afectas al Impuesto a la Renta e Impuesto General a las Ventas; entre otros.

Como la transferencia de propiedad constituiría el hecho generador de la obligación tributaria; conviene revisar lo que indica el Código Civil en su artículo 923° con respecto al derecho de propiedad en el cual se indica que constituye un poder jurídico mediante el cual la persona que posea dicho derecho podrá utilizar, disfrutar, disponer y reivindicar el referido bien.

Según lo señalado por Arias, (2011) se puede referir los siguientes atributos:

- a) El derecho de utilizar el bien por parte del propietario; lo que conlleva al derecho de poseer el bien ya que sin este no podrá usarlo.
- b) El derecho de disfrutar los beneficios que genere dicho bien.
- c) El dominio que puede ejercer el propietario sobre el bien; es decir, de disponer libremente de este.

¹¹ Aprobado mediante Decreto Legislativo N° 861.

- d) Y por último el derecho de reivindicar se refiere al derecho que posee el propietario de reclamar el bien como de su propiedad y evitar que un tercero lo reclame como suyo (Schreiber, 2011).

En el fideicomiso, el fiduciario al recibir el bien que constituye el patrimonio fideicometido, no tiene todos los atributos que evoca del derecho de propiedad sobre el bien; ya que no tiene el derecho de goce; es decir, de disfrutar los beneficios que generen este; adicional el fiduciario ejercerá sobre el bien el derecho de uso y de disposición con finalidad de cumplir los objetivos por los que se constituyó el fideicomiso.

Es en ese sentido, que a continuación procederemos los impuestos que grava el fideicomiso de titulación:

3.15.1. Impuesto a la Renta

Mediante Ley N° 26731 publicada el 31 de diciembre de 1996 se modificaron varios artículos del Impuesto a la Renta, teniendo incidencia en la regulación de los instrumentos financieros, específicamente en la titulación de activos.

Según el artículo 14°-A de la Ley del Impuesto a la Renta señala que, a quien corresponda, las ganancias que generen los Fideicomisos de Titulación serán atribuidas al fideicomitente, fideicomisarios u otra persona, según lo establecido en el contrato constitutivo del fideicomiso; convirtiéndose en contribuyente del Impuesto a la Renta, estando obligado u obligados a cumplir ciertos requisitos formales según lo indicado en dicha ley).

Asimismo, la atribución que indica el artículo mencionado en el párrafo anterior hace referencia a las utilidades que se generan en el patrimonio fideicometido como podemos citar rentas, ganancias de capital, utilidades provenientes de rescate, pérdidas netas, así como crédito por impuesto a la renta pagado en el exterior.

Adicional a ello, en el mismo artículo hace una distinción si en el referido contrato se establece que una vez que se extinga el Fideicomiso, los activos que constituyen el patrimonio fideicometido retornarán o no al fideicomitente; así tenemos:

a) Fideicomiso con Retorno:

Si al momento de constituir el fideicomiso, la transferencia genera algún beneficio; este resultado estará inafecto al Impuesto a la Renta; así como los bienes transferidos y que forman parte del patrimonio fideicometido una vez que se extinga el Fideicomiso emitido serán registrados al mismo costo que tenían cuando estaban en posesión del fideicomitente; el mismo que seguirá siendo objeto de depreciación o amortización en las mismas condiciones de importe y plazo del que estaban siendo depreciados por el fideicomitente.

b) Fideicomiso sin retorno:

Si se estableció que los bienes del patrimonio fideicometido no retornarán al fideicomitente; la transferencia de dichos activos tributariamente dicha transferencia estará gravada tal como si se tratara de una enajenación.

Cabe señalar, que según lo estipulado en el artículo 14-A°, numeral 3, literal c) de la Ley del Impuesto a la Renta si en el caso de que en el contrato constitutivo del fideicomiso se establece que el fideicomiso será con retorno pero el retorno nunca se da; el fideicomitente deberá calcular el valor de mercado de los activos transferidos a la fecha de dicha transferencia y estará gravado con el Impuesto a la Renta; así como serán sujeto de multas impuestos por la Administración Tributaria.

3.15.1.1. Atribución de la Renta

La tasa del impuesto a la renta a pagar por el contribuyente

depende si dicha renta proviene de una persona jurídica o persona natural. Asimismo, la Ley del Impuesto a la Renta señala que, para la afectación al Impuesto a la Renta, en relación a la atribución del ingreso previamente se debe identificar la naturaleza de este, teniendo en cuenta dos criterios, los cuales son:

3.15.1.1.1. La actividad que ejecuta el patrimonio fideicometido

En el caso que el patrimonio fideicometido realice actividad empresarial, dicha atribución del ingreso será en función del devengo; para lo cual, se debe tener en cuenta la fecha en el que se rescatan o redimen los bonos al cierre de cada ejercicio. Si ocurre ello, se deberá aplicar una tasa del 29.5% del impuesto a la renta; cabe indicar que dicha tasa se aplicará sin distinción que el partícipe sea persona natural o jurídica.

Por lo contrario, de ser que el patrimonio fideicometido desarrolle actividad no empresarial, la atribución de resultados para efectos de identificar cuándo se genera la obligación del pago del Impuesto a la Renta, se realizará de acuerdo a lo percibido por el partícipe; aplicándose las tasas, en caso sea dividendos o intereses y ganancias de capital, la tasa será del 5% del Impuesto a la Renta.

Debemos tener en cuenta que a pesar de que sea un patrimonio fideicometido que no desarrolle actividad empresarial y el partícipe sea una persona jurídica, la determinación del Impuesto a la Renta por pagar será en función al devengado aplicando la tasa del 29.5%.

Lo mencionado anteriormente se ratifica con el Informe SUNAT N° 150-2005-SUNAT/2B0000, en el que se señala:

1. *Si en una titulización de activos, la sociedad fiduciaria atribuye rentas provenientes de un negocio o empresa a una persona natural, sociedad conyugal, indivisa o persona jurídica; tendrá que hacerse la retención de dichos resultados los que calificarán como rentas de 3era categoría, aplicándose una tasa del 30% del Impuesto a la Renta (se aplicará sobre la renta devengada).*
2. *Si, por el contrario, estas rentas no provienen de ejecutar o desarrollar actividad empresarial y dichos resultados se atribuyó a una persona natural, sociedad conyugal o sociedad indivisa tributarán como tal, aplicando la retención por rentas de segunda categoría con la tasa que a dicha categoría le corresponde.*
3. *Asimismo, si estos resultados se atribuyen a una persona jurídica y su origen es el desarrollo de la actividad empresarial; no serán objeto de retención.*

3.15.1.1.2. Domicilio de los contribuyentes del fideicomiso

En el caso que el fideicomitente sea un no domiciliado, la atribución se encuentra en función a lo percibido y la tasa a retener depende del tipo de renta que se genere.

Sin embargo; si el fideicomitente es una persona domiciliada en el país, la tasa a aplicar depende si es una persona natural (tributará con 5%) o una persona jurídica (tributará con la tasa del 29.5%)

Por otro lado, existen vacíos legales en la Ley del Impuesto a la Renta como, por ejemplo, podemos mencionar a las provisiones y castigos por cobranza dudosa.

Si bien sabemos en una operación normal realizada por un contribuyente que tributa bajo renta de tercera categoría, dichas provisiones son deducibles para efectos del cálculo de la base imponible de la Ley del Impuesto a la Renta, en la medida que se cumpla los requisitos señalados en ella; así como los castigos eliminan tanto las cuentas por cobrar que fueron provisionadas al resultar imposible su cobranza.

En relación a lo dicho en el párrafo anterior, en lo que concierne a la Titulización de activos, dicha cartera sale del patrimonio del fideicomitente para formar el patrimonio fideicometido, por lo que se podría deducir que en caso exista la probabilidad de que dichos créditos sean impagos; es el patrimonio fideicometido quien podría realizar las provisiones por cobranza dudosa al tener todos los derechos y riesgos sobre estos activos. Sin embargo, para fines tributarios el panorama es distinto a la realidad o a la contabilización del patrimonio fideicometido, pues para dichos fines se provisiona o castiga una cuenta por cobrar la cual previamente ha sido registrado en el activo de la empresa; lo que no sucede en la titulización de activos.

Del mismo modo, se encuentran otras deducciones de activos adicionales de provisiones por malas deudas, tenemos diferencias de cambio, depreciaciones, entre otras; las cuales tributariamente deberán ser deducidas por el fideicomitente, el cual es el titular de los activos que fueron transferidos en el fideicomiso.

3.15.1.2. Informes SUNAT

La Administración Tributaria, con el fin de aclarar la regulación tributaria respecto al Fideicomiso de Titulización, ha emitido distintos informes donde se puede observar su posición sobre diversas operaciones que realizan los contribuyentes, todas ellas relacionadas a la titulización. Así tenemos los siguientes informes:

3.15.1.2.1. Informe SUNAT N° 144-2019-SUNAT / 7T0000

Aclara la consulta realizada de quién es el obligado a emitir el comprobante de pago en el siguiente caso: una empresa domiciliada en el Perú constituye un fideicomiso de titulización por lo que transfiere al patrimonio fideicometido los derechos de cobro futuros de un contrato

de arrendamiento.

Tal como lo señala el referido informe, el artículo 1666° del Código Civil en la operación de arrendamiento, el arrendatario recibe el bien arrendado el cual será utilizado por este por un cierto tiempo al haber sido cedido temporalmente por el arrendador; mediante el contrato de arrendamiento el arrendador permite el uso del bien por parte del arrendatario al recibir una renta por este último (pago).

Asimismo, el informe hace referencia a la cesión de derechos estipulado en el artículo 1206° del Código Civil, en el cual hay dos figuras el cedente y el cesionario, mediante el cual el primero transfiere al segundo el derecho de exigir la prestación a cargo; es decir, el derecho de cobro. Por lo que teniendo en cuenta ello, la Administración Tributaria señala que el fideicomitente, al transferir el derecho de cobro, solo cede el derecho a exigir el pago por la contraprestación; siendo que, a pesar de ello, es el fideicomitente que sigue siendo el arrendador del bien; es decir, quien presta el servicio de arrendamiento, por lo que es el fideicomitente es quien debe emitir los comprobantes de pago de arrendamiento.

3.15.2. Impuesto General a las Ventas (IGV)

En el Fideicomiso de Titulización, a diferencia del fideicomiso bancario, el contribuyente del Impuesto General a las Ventas es el patrimonio fideicometido; sin embargo, en el bancario dicha responsabilidad recae en el fideicomitente. En ese sentido, en la titulización es el patrimonio fideicometido, el responsable de emitir los comprobantes de pago y gravar con el Impuesto General a las Ventas las operaciones que realice.

En el párrafo anterior se desprende que, en la Titulización de activos respecto al IGV, el patrimonio fideicometido al ser contribuyente deberá

llevar un registro de compras y de ventas con los cuales llevará un control de dicho impuesto; entre otras obligaciones formales; para ello el patrimonio fideicometido deberá desarrollar actividad empresarial.

Ello se condice con lo señalado en el artículo 9° de la Ley del IGV el cual considera como sujetos del Impuesto General a las Ventas; entre otros, a las sociedades tituladora que desarrollen actividad empresarial; además según el numeral 6 del artículo 4° del Reglamento de la Ley del IGV señala que, en el Fideicomiso de titulación, el contribuyente del IGV será el patrimonio fideicometido, desde la fecha de su constitución según escritura pública.

Cabe señalar que los fideicomisos de titulación que realicen actividades de inversión al no calificar dicha actividad como actividad empresarial no son contribuyentes del Impuesto General a las Ventas.

3.15.2.1. Transferencia fiduciaria

Según la Décimo Quinta Disposición Complementaria, Transitoria y Final del TUO de la Ley del Impuesto General a las Ventas aprobada por Decreto Supremo N° 136-1996-EF, publicado el 31 de diciembre de 1996 y vigente desde el 1 de enero de 1997; señala que las transferencias del dominio fiduciario por parte del fideicomitente al patrimonio fideicometido que se den en virtud de una titulación de activos; así como el retorno de los bienes transferidos al fideicomitente al finalizar el fideicomiso no se encuentran gravadas con el IGV puesto que dicha transferencia no constituye venta de bienes ni prestación de servicios (Basallo, 2012).

Asimismo, el numeral 19° del artículo 5° del Reglamento de la Ley del IGV señala que no califica como venta de bienes o prestación de servicios la transferencia fiduciaria; sin embargo, señala que el fideicomitente tiene la obligación de emitir un documento el cual sirva de sustento de que tal transferencia se realizó detallando los activos transferidos y su respectivo valor.

Cuando esta transferencia sea de colocaciones, el originador del fideicomiso de titulización toma el rol de contribuyente por las actividades que dieron origen a dichas colocaciones; sin embargo, por otros resultados que se generen desde la fecha de la transferencia de los activos al patrimonio fideicometido, entre los que podemos citar a los intereses, es el patrimonio fideicometido quien responde en calidad de contribuyente; según literal b) del numeral 19° del artículo 5° del Reglamento de la Ley del IGV.

3.15.2.2. Responsable solidario

Según lo establecido en el literal e) del artículo 10° del TUO de la Ley del Impuesto General a las Ventas, en el fideicomiso de titulización, el fiduciario es responsable solidario de las operaciones que se encuentren gravadas con dicho impuesto, las que previamente han sido desarrolladas por el patrimonio fideicometido.

3.15.2.3. Actividades prestadas por el fiduciario

De acuerdo al numeral 20 del artículo 5° del Reglamento del IGV los ingresos que perciba la sociedad fiduciaria por el ejercicio de su función como tal, en la titulización de activos, se encuentran afectos al IGV.

3.15.2.4. Traslado del crédito fiscal

El artículo 24° del TUO de la Ley del IGV señala que en la titulización de activos es factible que se transfiera el crédito fiscal por los activos que constituyen el patrimonio fideicometido tanto del fideicomitente a dicho patrimonio, como de este al fideicomitente; en caso haya un remanente de crédito fiscal.

CAPÍTULO IV. MARCO CONTEXTUAL

4. DESCRIPCIÓN DEL CONTEXTO

4.1. CONTEXTO GLOBAL

De la búsqueda de información realizada a nivel global, debemos indicar que solamente en España se encontró un producto similar a la propuesta de esta tesis.

En ese sentido, para ese contexto los fondos de titulización de activos son un mecanismo de transferencia de riesgo (préstamos o créditos) que lleva asociada la generación de liquidez para el cedente (cajas de ahorros o bancos).

Para ello, se deben titular (ceder al fondo) préstamos o créditos concedidos a empresas no financieras domiciliadas en España de los que al menos el 50% deberán haber sido concedidos a PYMES. Estos préstamos o créditos deben tener un plazo de amortización inicial no inferior a un año.

Las entidades financieras que cedan estos préstamos o créditos, deben reinvertir al menos el 80% de la liquidez obtenida por esta cesión en nuevos préstamos o créditos para PYMES en un plazo de 2 años. Al menos el 50% de la reinversión ha de realizarse en el primer año.

Los bonos emitidos por los fondos FTPYME¹² con calificación AA, Aa, equivalente o superior, pueden obtener un aval por parte del Estado a través del Tesoro Público de hasta un 80 % de su importe. Todos los valores (bonos) emitidos por un fondo de titulización que sean avalados por el Estado deben negociarse en un mercado oficial español de valores.

Gráfico N° 4.1 Clasificación de empresas en España:

Categoría de empresa	Efectivos	Volumen de negocio	Balance general
Mediana	<250	<= 50 millones EUR	<= 43 millones EUR
Pequeña	<50	<= 10 millones EUR	<= 10 millones EUR
Micro	<10	<= 2 millones EUR	<= 2 millones EUR

Fuente: IPIME

¹²Fondos de Titulización PYME

Debido a las notorias diferencias entre las empresas que titulizan en España y Perú; no consideramos este método en la presente tesis.

4.2. CONTEXTO REGIONAL

En este punto se presentará información general sobre el financiamiento de Pymes en Latino América. Exactamente se verán los casos de Colombia, Costa Rica y México a fin de establecer diferencias y coincidencias que nos lleven a reconocer medidas acertadas de estos países para ayudar al financiamiento de estas empresas.

Los datos colocados en este acápite, se basan en un estudio publicado por CEPAL en el año 2010.

Conforme a Enterprise Surveys, la mayoría de empresas latinoamericanas dependen de sus recursos internos para financiar sus operaciones. Entre los países, cuyas pymes recurren más al financiamiento interno se encuentra Panamá con 93% y Nicaragua con 80.4%, en cambio países como Colombia, Chile y Perú se ubican entre el 40 – 45% de lo invertido, siendo el 60% el promedio latinoamericano.

Dentro de los países materia de estudio, Colombia es uno de los países que menos dependen del financiamiento interno para cubrir sus necesidades de inversión y capital de trabajo (43,9% y 45.4% respectivamente). En el caso de México los porcentajes de financiamiento interno son de 64.1% para inversión y 67.9% para capital de trabajo, estando en la media de Latinoamérica. Caso contrario, Costa Rica depende más de financiamiento interno con un 73.9% para inversiones y 76.1% para capital de trabajo. En contraste con lo descrito líneas arriba, las empresas colombianas dependen en un 56.1% de recursos externos de financiamiento, 26.1% para Costa Rica y 35.9%, siendo el promedio para la región de 36.8%

Respecto al financiamiento de capital de trabajo, se puede observar que las empresas de Colombia se financian en un 55% de fondos externos, divididos en 36.6% de crédito directo de proveedores y los bancos con el 18.4%. Al igual que Colombia, las empresas mexicanas tienen una alta concentración de financiamiento a través de proveedores con un 21.2% de su capital de trabajo; sin embargo, pocas empresas financian su capital de trabajo con intervención del

sistema bancario, pues solo el 10.9% del capital de trabajo se financia por esta vía.

A diferencia de los anteriores, las empresas costarricenses son las que menos financian capital de trabajo con financiamiento externo, pues solo el 13.4% fue a través de bancos y de proveedores el 10.5%.

Asimismo, la perspectiva se hace homogénea entre las empresas colombianas medianas y pequeñas, pues en los dos casos, obtenían de fuente exterior fondos para cubrir su capital de trabajo; por debajo del 20% en los bancos y alrededor de un 30% como crédito directo de proveedores.

Para el caso de las pequeñas y medianas empresas mexicanas, las mismas dependen principalmente del crédito de proveedores para financiar su capital de trabajo, entre un 18.5 y un 23.5%, respectivamente. En lo que respecta a financiamiento bancario externo para capital de trabajo, este solo alcanza porcentajes de 10% o 12.9%.

La situación de las pequeñas y medianas empresas de Costa Rica es distinta, siendo notorio que el acceso a fondeo externo para capital de trabajo para las medianas empresas, pues el 20.9% de las empresas fueron financiadas por bancos y 16.2% por proveedores. En cambio, las pequeñas empresas fueron financiadas por bancos en un 6.7% y por proveedores en un 6.3%.

4.2.1. LAS PRÁCTICAS DE FINANCIAMIENTO A LAS PYMES: INSTITUCIONES, INSTRUMENTOS Y TECNOLOGÍAS

En el presente acápite se analizará país por país, las principales formas de financiamiento para pymes con especial énfasis en las instituciones públicas y privadas que brindan este servicio a estas empresas, se examinará los puntos positivos y negativos de cada una con mención a los nuevos instrumentos y tecnologías que buscan ampliar la oferta a este mercado.

4.2.1.1. COLOMBIA

Con todos los avances que los distintos actores le reconocen, el sistema financiero colombiano continúa exhibiendo un bajo nivel de

profundización financiera, un desarrollo limitado de instrumentos de evaluación de riesgo adecuado para las empresas de menor tamaño y una oferta todavía incipiente de productos distintos al crédito, como factoring y capital de riesgo.

La banca colombiana tiene gran interés en el crédito a pequeñas y medianas empresas por ser un sector donde la oportunidad de rentabilidad es bastante alta, permitiendo márgenes mucho mayores a los otorgados por a la gran empresa. Sumado a esto, la oportunidad de brindar, por parte de la banca, otros servicios relacionados para las pymes son fuentes de nuevas oportunidades de negocio y ganancia.

Respecto a los canales de atención destinados a las pymes, no hay muchos cambios, pues el modelo reposa sobre una estructura tradicional, con sucursales como el principal canal de atención. La gestión al domicilio de la pyme (visitas) son importantes para establecer una relación con los propietarios de las pequeñas y medianas empresas ofreciendo productos estándar a corto plazo. No se encuentran diferencias entre los actores (bancos) con respecto a los métodos utilizados para llegar a las pymes, independientemente si son pequeñas o medianas empresas.

Cuando una pyme solicita un crédito, las entidades bancarias aplican los métodos tradicionales (pero con ligeras adaptaciones a la realidad de la empresa) de calificación, dándole preponderancia a la calificación de riesgos cualitativos. Dentro del examen de riesgos cualitativos se estudia la información relativa a los planes de negocio, una evaluación del sector donde la pyme desarrolla su actividad, análisis de la gestión y visitas a las propias empresas.

Como ya habíamos comentado, la información cualitativa es la que más valor se le da al momento de una calificación crediticia; sin embargo, las entidades también analizan la información cuantitativa relacionada a rentabilidad, proyección de flujos, balance, endeudamiento y un análisis de la situación financiera de los principales accionistas (propietarios) de la pyme, debido a que la mayoría de estas empresas están muy vinculadas a su propietario. Estudiar la información financiera de los propietarios es casi tan importante como estudiar la información de la empresa misma, pues da un parámetro de la forma en los cuales esos fondos pueden ser

utilizados.

Debido a lo descrito en líneas anteriores, las garantías se constituyen como pieza fundamental para mitigar el riesgo de incumplimiento de una pyme, ya sea que son otorgadas por la propia empresa o por el propietario de la misma (de ahí la importancia de su estudio para el crédito). En algunos casos el Fondo Nacional de Garantías – FNG (entidad gubernamental destinada al apoyo de las pymes) brinda soporte. Estas garantías, en la mayoría de los casos, son de naturaleza inmobiliaria; sin embargo, diversas normas autorizaron a otorgar bienes muebles como garantía, lo que permite un abanico más amplio de posibilidades a las pymes.

Al ser pequeñas o medianas empresas, la disponibilidad de estados financieros, baja capacidad de gestión, estructuras familiares, informalidad, falta de historial crediticio, marco regulatorio y la normatividad se constituyen como los principales obstáculos a vencer a la hora de obtener un financiamiento a través de un crédito bancario. Debido a estos obstáculos, el mercado informal (prestamistas, amigos, familiares) se constituye como la principal fuente de financiamiento para el 25% de las pymes en Colombia.

Como ya mencionamos, el apoyo de las instituciones públicas es importante para el financiamiento de las pymes, el Fondo Nacional de Garantías y el Banco de Comercio Exterior de Colombia (BANCOLDEX¹³) son las piedras angulares del sistema de financiamiento formal de las medianas y pequeñas empresas.

La participación del apoyo gubernamental al crédito pymes en Colombia está entre los más altos de América Latina (BANCO MUNDIAL, 2008). Como ya se reseñó anteriormente, la banca colombiana busca intensamente clientes para colocar créditos, usando como base a su lista de clientes y realizando ventas cruzadas, colocan tarjetas de crédito corporativas y ofrecen ventajas por la apertura de cuentas para recibir remuneraciones.

Entre los productos más colocados entre los clientes se encuentra el Leasing, que representa aproximadamente el 20% de los créditos a pymes.

¹³ BANCOLDEX es un banco de segundo piso, cuya función de es ampliar el acceso al crédito de la pyme y, de manera incipiente, este organismo ha desarrollado productos de factoring, leasing y fomentado los fondos de capital de riesgo.

La aceptación de los clientes a este producto es muy grande, debido a un tratamiento tributario favorable y que, a nivel judicial, los procesos de ejecución son rápidos y fluidos, generado confianza en la rápida recuperación del crédito.

Sin embargo, el factoring no tiene la acogida que los bancos quisieran para este producto, pero el crecimiento del mismo va en aumento, pero con resultados poco alentadores.

4.2.1.2. MÉXICO

Las pequeñas y medianas empresas mexicanas no se encuentran muy vinculadas al sector financiero formal, pues como ya mencionamos, la mayoría de empresas mexicanas obtienen financiamiento de prestamistas, familiares o amigos; esto a pesar que el sistema financiero y legal de México se considera más desarrollado que el colombiano o el costarricense (a efectos del caso) según la visión de distintos organismos internacionales.

Nacional Financiera (NAFIN) es el organismo gubernamental mexicano destinado a financiar a las pequeñas y medianas empresas a través del programa denominado Cadenas Productivas. Este programa consiste en una estructuración de factoring para pymes que sean proveedoras de grandes empresas o del gobierno central a través de un sistema electrónico. En esta estructura, los bancos ofrecen tasas según la conveniencia y nivel de riesgo, siendo evaluada por las pymes y eligiendo la que mejor le convenga (como subasta inversa). Este mecanismo ha demostrado ser extremadamente eficiente y de muy bajo costo, lo que lo hace atractivo.

Otra de las actividades que NAFIN desarrolla es el de garantías, subsidiando la tasa de interés para pymes y compartiendo el riesgo con la banca formal. Asimismo, la institución realiza intentos por incursionar en la banca de inversión para pymes. Para ello tiene alianzas estratégicas con el Consejo Nacional de Ciencia y Tecnología (CONACYT) para apoyar a pymes de reciente inicio de actividad comercial, pero con alto potencial tecnológico y contenido innovador.

4.2.1.3. COSTA RICA

En el caso de las pequeñas y medianas empresas de Costa Rica existe una

segmentación de mercado. Un grupo pequeño de estas empresas cuenta con dicho acceso mientras otro no, debido a que el primero cuenta con garantías reales y el segundo no, un factor clave en una economía cuyo sistema financiero está basado principalmente en el otorgamiento de crédito, según las garantías que posea la empresa solicitante y no necesariamente en la viabilidad del proyecto a financiar.

Estas empresas se ven en la necesidad de gravar sus bienes inmuebles y colateralizar otros bienes a fin de obtener el financiamiento. En algunos casos extremos, hasta los accionistas o propietarios otorgan garantías personales para lograr el acceso a los fondos de financiamiento. En Costa Rica no existe un gran mercado de Leasing o Factoring para el financiamiento de pymes. La razón principal por lo cual estas empresas emplean recursos propios es porque, desde su perspectiva, el proceso del préstamo es complicado, engorroso y más costoso. Solo en algunos casos las pymes buscan financiamiento del mercado formal, generalmente en su etapa de crecimiento.

Desde luego, ha habido iniciativas tendientes a enfrentar este problema desde los campos del capital ángel y del capital de riesgo o “aventura”. También, se ha tratado de desarrollar un Mercado Alternativo para acciones y se puso en marcha un programa de canalización de recursos públicos a fondo perdido por financiar proyectos innovadores. Pero estas líneas de acción han encontrado obstáculos importantes para su propagación e impacto significativo.

4.3. CONTEXTO LOCAL

En el mercado formal peruano existen diversos operadores que otorgan créditos a las empresas que necesiten financiamiento, con fines de estudio las dividiremos en Tasas Bancarias, Tasas Financieras, Tasas Cajas Municipal, Tasas Cajas Rurales y Tasas EDIPYME, las mismas que corresponden a los competidores del mercado: bancos, financieras, cajas municipales, cajas rurales y Entidad de Desarrollo de la Pequeña y Microempresa (EDIPYME).

4.3.1. Tasas Bancarias

En este rubro tenemos 15 competidores en el mercado, los cuales 12

ofrecen algún tipo de producto a las Pyme. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 07 de febrero de 2020.

TABLA4.1 Tasas Efectivas Promedio de Entidades Bancarias

Tasa Anual (%)	BBVA	Comercio	Crédito	Pichincha	BIF	Scotiabank	Citibank	Interbank	Mibanco	GNB	Falabella	Santander	Ripley	Azteca	ICBC	Promedio
Medianas Empresas	9.50	10.49	10.08	8.68	9.44	9.70	7.10	9.05	14.20	10.71	-	6.70	-	-	-	9.68
Descuentos	10.29	7.45	9.65	8.73	8.65	9.11	-	7.45	-	8.79	-	6.36	-	-	-	9.34
Préstamos hasta 30 días	8.88	9.75	8.39	8.52	10.04	10.07	-	5.62	-	-	-	-	-	-	-	8.14
Préstamos de 31 a 90 días	9.67	10.96	9.57	8.43	9.96	9.42	7.10	8.97	-	10.69	-	6.98	-	-	-	9.45
Préstamos de 91 a 180 días	9.49	10.88	12.73	8.12	9.27	9.14	-	11.73	16.22	11.00	-	9.30	-	-	-	10.83
Préstamos de 181 a 360 días	10.41	12.01	8.63	8.87	10.28	7.73	-	24.41	15.61	10.00	-	5.36	-	-	-	8.71
Préstamos a más de 360 días	8.74	-	9.36	12.25	11.26	10.90	-	15.41	13.78	-	-	8.00	-	-	-	9.78
Pequeñas Empresas	12.69	12.61	17.37	19.32	11.50	15.96	-	17.11	21.15	13.00	-	-	-	-	-	18.09
Descuentos	13.18	12.05	13.55	11.14	12.84	11.46	-	10.01	-	-	-	-	-	-	-	12.58
Préstamos hasta 30 días	12.31	-	13.29	32.30	12.30	8.30	-	7.55	30.52	-	-	-	-	-	-	11.75
Préstamos de 31 a 90 días	12.63	14.01	12.50	18.04	10.31	12.62	-	17.43	31.22	13.00	-	-	-	-	-	14.50
Préstamos de 91 a 180 días	13.08	-	22.65	18.07	11.30	13.77	-	18.49	31.81	-	-	-	-	-	-	21.69
Préstamos de 181 a 360 días	14.44	-	12.60	21.61	13.07	13.16	-	29.97	25.43	-	-	-	-	-	-	22.83
Préstamos a más de 360 días	12.29	-	15.23	19.66	11.15	16.40	-	16.34	19.67	-	-	-	-	-	-	17.18
Microempresas	21.44	-	23.15	29.17	8.14	10.93	-	22.35	35.91	-	-	-	-	-	-	31.30
Tarjetas de Crédito	35.90	-	24.09	40.56	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	24.74
Descuentos	9.24	-	12.86	7.28	-	12.64	-	11.73	-	-	-	-	-	-	-	10.79
Préstamos Revolventes	32.00	-	-	-	-	-	-	16.57	-	-	-	-	-	-	-	17.76
Préstamos a cuota fija hasta 30 días	14.21	-	-	45.05	-	-	-	-	51.38	-	-	-	-	-	-	28.55
Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días	10.64	-	31.63	17.02	-	5.10	-	16.00	59.89	-	-	-	-	-	-	27.23
Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días	16.03	-	20.40	36.96	-	-	-	16.02	55.20	-	-	-	-	-	-	47.90
Préstamos a cuota fija de 181 a 360 días	15.32	-	21.37	37.19	-	11.11	-	30.52	44.50	-	-	-	-	-	-	44.10
Préstamos a cuota fija a más de 360 días	11.18	-	18.14	28.75	8.14	15.54	-	16.92	27.59	-	-	-	-	-	-	25.86

Fuente: SBS

Del cuadro anterior se desprende que la tasa efectiva promedio para un préstamo a una mediana empresa a 30 días es de 8.14%, del 31 a 90 días es de 9.45%, de 91 a 180 días es de 10.83%, de 181 a 360 días es de 8.71% y de más de 360 días 9.78%.

Para una pequeña empresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 11.75%, de 31 a 90 días es de 14.50%, de 91 a 180 días es de 21.69%, de 181 a 360 días es de 22.83% y de más de 360 días 17.18%.

Para una microempresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 28.55%, de 31 a 90 días es de 27.23%, de 91 a 180 días es de 47.90%, de 181 a 360 días es de 44.10% y de más de 360 días es de 25.86%.

De lo anterior se explica la poca penetración del sistema bancario en el sector de pequeñas y microempresas. Las tasas de interés son demasiado altas para empresas con una facturación menor a 150 UIT¹⁴, en el caso de las microempresas y de 1700 UIT en el caso de las pequeñas empresas. Para una microempresa que factura S/ 600 000 en un año, pagar 47% de tasa de interés por un préstamo a 6 meses resulta extremadamente oneroso

¹⁴ La UIT (Unidad Impositiva Tributaria) para el año 2020 es de S/ 4300 (Cuatro Mil Trescientos con 00/100 Soles) conforme lo establecido en el Decreto Supremo 380-2019-EF.

e impráctico por el dinero que deberá devolver a la entidad bancaria¹⁵.

Respecto a las tasas de interés en moneda extranjera, en este rubro tenemos 15 competidores en el mercado, los cuales 11 ofrecen algún tipo de producto a las Pyme. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 07 de febrero de 2020:

TABLA 4.2 Tasas Efectivas Promedio de Entidades Bancarias en Moneda Extranjera

Tasa Anual (%)	BBVA	Comercio	Crédito	Pichincha	BIF	Scotiabank	Interbank	Mibanco	GNB	Santander	ICBC	Promedio
Medianas Empresas	7.66	9.73	6.75	6.73	6.79	6.88	6.54	14.03	7.56	6.27	5.12	6.85
Descuentos	9.50	10.24	8.57	7.14	7.00	7.76	7.05	-	7.71	5.52	-	8.28
Préstamos hasta 30 días	5.15	8.42	7.15	3.50	10.75	5.75	4.42	-	-	4.71	-	6.30
Préstamos de 31 a 90 días	6.88	11.80	6.99	7.50	6.49	8.12	7.03	-	8.59	5.21	3.25	6.73
Préstamos de 91 a 180 días	8.03	9.91	7.30	6.13	6.61	6.72	5.82	-	6.59	6.80	-	7.12
Préstamos de 181 a 360 días	7.12	-	7.04	8.79	7.86	6.38	7.08	-	9.20	7.10	-	6.86
Préstamos a más de 360 días	6.10	-	5.69	8.05	6.13	5.61	6.10	14.03	9.30	9.46	5.72	5.94
Pequeñas Empresas	11.43	-	9.00	12.26	12.78	10.24	13.69	23.39	-	-	-	9.91
Descuentos	10.98	-	12.89	14.00	14.87	11.74	17.28	-	-	-	-	12.14
Préstamos hasta 30 días	14.35	-	9.23	-	-	13.97	7.05	-	-	-	-	9.89
Préstamos de 31 a 90 días	12.71	-	7.59	12.18	14.10	13.57	-	-	-	-	-	9.34
Préstamos de 91 a 180 días	11.81	-	7.91	11.40	-	8.19	17.00	-	-	-	-	9.21
Préstamos de 181 a 360 días	11.25	-	5.90	11.00	9.19	9.10	-	20.13	-	-	-	8.73
Préstamos a más de 360 días	10.16	-	8.41	11.00	7.63	8.25	17.00	25.99	-	-	-	8.61
Microempresas	29.99	-	19.18	31.09	-	4.33	-	25.77	-	-	-	11.85
Tarjetas de Crédito	34.06	-	21.35	42.62	-	-	-	-	-	-	-	26.99
Descuentos	21.43	-	10.89	10.00	-	13.09	-	-	-	-	-	13.33
Préstamos Revolventes	9.25	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	9.25
Préstamos a cuota fija hasta 30 días	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días	11.73	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.73
Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días	-	-	-	-	-	7.95	-	-	-	-	-	7.95
Préstamos a cuota fija de 181 a 360 días	16.70	-	-	-	-	-	-	43.08	-	-	-	22.00
Préstamos a cuota fija a más de 360 días	10.75	-	21.93	-	-	3.57	-	23.87	-	-	-	4.47

Fuente SBS

Del cuadro anterior se desprende que la tasa efectiva en moneda extranjera promedio para un préstamo a una mediana empresa a 30 días es de 6.30%, del 31 a 90 días es de 6.73%, de 91 a 180 días es de 7.12%, de 181 a 360 días es de 6.86% y de más de 360 días 5.94%.

Para una pequeña empresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 9.89%, de 31 a 90 días es de 9.34%, de 91 a 180 días es de 9.21%, de 181 a 360 días es de 8.73% y de más de 360 días 8.61%.

Para una microempresa, no existen productos para préstamos a 30 días, de 31 a 90 días es de 11.73%, de 91 a 180 días es de 7.95%, de 181 a 360 días es de 22% y de más de 360 días es de 4.47%.

¹⁵ Se considera únicamente la tasa de interés como principal barrera de ingreso del sector bancario a los créditos a microempresas, no se considera todo el trámite administrativo a desarrollarse (documentos solicitados, tiempos de espera, etc.).

4.3.2. Tasas de Financieras

En este rubro tenemos 10 competidores en el mercado, los cuales 09 ofrecen algún tipo de producto a las MIPYME. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 07 de febrero de 2020.

TABLA 4.3 Tasas Efectivas Promedio de Financieras

Tasa Anual (%)	Crediscotia	Compartamos	Confianza	Qapaq	Oh!	Efectiva	América	Mitsui	Proempresa	Credinka	Promedio
Medianas Empresas	33.25	136.85	22.10	39.80	-	-	-	25.82	16.01	13.82	20.28
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	37.00	-	22.10	-	-	-	-	-	11.47	-	13.59
Préstamos de 91 a 180 días	-	136.85	-	-	-	-	-	-	-	18.67	19.56
Préstamos de 181 a 360 días	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a más de 360 días	33.11	-	-	39.80	-	-	-	25.82	23.38	13.61	21.22
Pequeñas Empresas	36.17	54.41	25.94	36.46	-	84.29	-	26.86	23.54	24.86	43.86
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	27.36	-	-	-	-	-	-	-	27.36
Préstamos de 31 a 90 días	38.75	25.28	25.98	-	-	42.58	-	-	19.98	30.26	26.57
Préstamos de 91 a 180 días	43.10	127.29	28.42	35.86	-	101.22	-	-	42.02	30.13	120.86
Préstamos de 181 a 360 días	38.08	33.50	28.80	35.72	-	-	-	-	36.19	28.77	31.01
Préstamos a más de 360 días	36.08	22.76	24.94	36.61	-	-	-	26.86	23.34	24.31	25.52
Microempresas	42.50	92.33	33.27	42.60	-	56.33	-	28.47	35.84	35.21	64.56
Tarjetas de Crédito	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos Revolventes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a cuota fija hasta 30 días	-	-	-	-	-	-	-	-	26.68	47.00	29.07
Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días	43.44	112.80	40.90	53.31	-	49.97	-	-	53.92	29.39	46.82
Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días	53.39	128.16	59.31	42.69	-	51.70	-	-	57.30	37.77	125.97
Préstamos a cuota fija de 181 a 360 días	48.57	60.50	45.82	44.80	-	47.31	-	-	53.49	38.12	49.77
Préstamos a cuota fija a más de 360 días	42.20	36.37	30.02	42.19	-	57.50	-	28.47	34.18	34.94	34.80

Fuente: SBS

Del cuadro anterior se desprende no existen préstamos de financieras a medianas empresas por un periodo de 30 días, de 31 a 90 días es de 13.59%, de 91 a 180 días es de 19.56%, de 181 a 360 días es no existen productos y de más de 360 días 21.22%. Es curioso observar que estas instituciones del sistema financiero no ofrecen productos para plazos menores a 30 días ni entre 6 meses a un año.

Para una pequeña empresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 27.36%, de 31 a 90 días es de 26.57%, de 91 a 180 días es de 120.86%, de 181 a 360 días es de 31.01% y de más de 360 días 25.52%.

Para una microempresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 29.07%, de 31 a 90 días es de 46.82%, de 91 a 180 días es de 125.97%, de 181 a 360 días es de 49.77% y de más de 360 días es de 34.80%.

En este rubro es necesario destacar que existen tasas de interés superiores al 100% debido al costo que Financiera Compartamos ofrece.

Consideramos que estas tasas de interés es una distorsión en el mercado que no se analizaran en esta tesis.

Respecto a las tasas de interés en moneda extranjera, en este rubro tenemos 10 competidores en el mercado, los cuales 02 ofrecen algún tipo de producto a las MIPYME. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 07 de febrero de 2020:

TABLA 4.4 Tasas Efectivas Promedio de Financieras en moneda extranjera

Tasa Anual (%)	Mitsui	Proempresa	Promedio
Medianas Empresas	12.51	8.10	11.85
Descuentos	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	-	-	-
Préstamos de 91 a 180 días	-	-	-
Préstamos de 181 a 360 días	1.34	-	1.34
Préstamos a más de 360 días	13.71	8.10	12.80
Pequeñas Empresas	12.66	13.89	12.74
Descuentos	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	-	13.89	13.89
Préstamos de 91 a 180 días	-	-	-
Préstamos de 181 a 360 días	1.53	-	1.53
Préstamos a más de 360 días	23.20	-	23.20
Microempresas	9.74	-	9.74
Tarjetas de Crédito	-	-	-
Descuentos	-	-	-
Préstamos Revolventes	-	-	-
Préstamos a cuota fija hasta 30 días	-	-	-
Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días	-	-	-
Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días	-	-	-
Préstamos a cuota fija de 181 a 360 días	0.01	-	0.01
Préstamos a cuota fija a más de 360 días	19.57	-	19.57

Fuente. SBS

Respeto a ese cuadro, se observa que existen pocos productos en moneda extranjera, posiblemente debido a la baja demanda. Las tasas presentadas en el cuadro anterior deben corresponder a operaciones únicas en el mes de febrero, siendo la de mayor tasa la de 23.20% para una pequeña empresa a más de 360 días.

4.3.3. Tasas de Interés de Cajas Municipales

En este rubro tenemos 12 competidores en el mercado y todos ofrecen algún tipo de producto a las MIPYMES. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 07 de febrero de 2020.

TABLA 4.5 Tasas de Interés promedio Cajas Municipales

Tasa Anual (%)	CMAC Arequipa	CMAC Cusco	CMAC del Santa	CMAC Huancayo	CMAC Ica	CMAC Maynas	CMAC Paíta	CMAC Piura	CMAC Sullana	CMAC Tacna	CMAC Trujillo	CMCP Lima	Promedio
Medianas Empresas	17.43	18.75	18.73	13.13	22.90	13.50	10.16	17.17	18.83	15.26	11.84	25.84	16.41
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15.00	85.68	28.20
Préstamos de 31 a 90 días	20.83	23.83	-	17.00	-	16.77	-	-	25.28	-	20.81	24.00	23.21
Préstamos de 91 a 180 días	-	16.77	-	-	-	-	-	79.59	18.28	-	17.00	27.00	18.55
Préstamos de 181 a 360 días	26.40	29.56	19.56	12.63	-	22.06	-	22.53	21.25	-	17.09	23.85	19.64
Préstamos a más de 360 días	17.16	17.44	15.39	18.11	22.90	12.20	10.16	16.13	19.02	15.26	11.46	23.41	15.43
Pequeñas Empresas	23.43	25.06	25.54	21.87	24.93	25.05	28.40	31.16	25.08	24.96	21.06	22.95	24.80
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	22.31	53.37	59.92	37.54	88.59	40.23	-	69.51	-	-	24.45	-	40.79
Préstamos de 31 a 90 días	24.59	33.43	52.17	32.46	45.49	30.75	32.16	-	38.61	37.22	22.34	24.67	30.96
Préstamos de 91 a 180 días	25.00	41.98	52.51	27.11	27.54	26.11	25.83	73.51	26.09	35.75	21.45	24.69	25.97
Préstamos de 181 a 360 días	23.98	29.72	20.79	28.70	29.13	27.83	29.47	37.53	30.44	28.72	24.02	27.89	30.36
Préstamos a más de 360 días	23.31	22.84	24.96	21.28	23.27	23.39	29.12	29.55	23.25	23.59	20.11	22.66	23.70
Microempresas	31.54	31.35	45.76	29.34	32.86	41.14	42.39	49.10	41.98	32.10	34.92	34.47	35.65
Tarjetas de Crédito	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos Revolventes	21.08	-	-	-	-	-	-	-	-	-	44.37	-	21.12
Préstamos a cuota fija hasta 30 días	26.71	63.99	118.99	42.03	289.72	42.58	49.52	76.39	64.89	15.39	39.49	-	59.32
Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días	32.13	43.79	90.58	41.64	93.02	55.28	63.30	-	101.52	42.45	33.19	49.49	59.37
Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días	32.88	40.52	59.48	41.59	43.99	52.43	38.83	74.71	47.82	39.84	43.42	39.72	42.99
Préstamos a cuota fija de 181 a 360 días	36.90	32.97	48.25	45.21	37.86	45.94	44.25	54.51	44.71	37.94	42.04	44.34	41.55
Préstamos a cuota fija a más de 360 días	31.88	28.73	43.35	28.04	29.90	33.35	40.92	48.08	34.37	31.34	27.97	32.85	33.88

Fuente SBS

Del cuadro anterior se desprende que la tasa efectiva promedio para un préstamo a una mediana empresa a 30 días es de 82.89%, del 31 a 90 días es de 28.55%, de 91 a 180 días es de 18.50%, de 181 a 360 días es de 16.26% y de más de 360 días 14.22%.

Para una pequeña empresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 37.42%, de 31 a 90 días es de 32.18%, de 91 a 180 días es de 26.51%, de 181 a 360 días es de 30.57% y de más de 360 días 23.41%.

Para una microempresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 20.85%, de 31 a 90 días es de 59.32%, de 91 a 180 días es de 62.27%, de 181 a 360 días es de 44.07% y de más de 360 días es de 33.53%.

Respecto a las tasas de interés en moneda extranjera, en este rubro tenemos 12 competidores en el mercado, los cuales 07 ofrecen algún tipo de producto a las MIPYME. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 07 de febrero de 2020:

TABLA 4.6 Tasas Efectivas Promedio de Cajas Municipales en moneda
extranjera

Tasa Anual (%)	CMAC Arequipa	CMAC Cusco	CMAC Huancayo	CMAC Ica	CMAC Piura	CMAC Sullana	CMAC Tacna	Promedio
Medianas Empresas	12.39	10.20	-	-	12.00	15.00	-	11.70
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos de 91 a 180 días	-	10.69	-	-	-	-	-	10.69
Préstamos de 181 a 360 días	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a más de 360 días	12.39	10.03	-	-	12.00	15.00	-	11.80
Pequeñas Empresas	24.09	16.80	18.79	14.03	21.41	-	28.66	20.42
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	23.60	-	-	-	-	-	28.32	25.33
Préstamos de 91 a 180 días	-	-	42.08	-	-	-	-	42.08
Préstamos de 181 a 360 días	25.18	-	-	-	-	-	-	25.18
Préstamos a más de 360 días	-	16.80	15.39	14.03	21.41	-	29.08	19.70
Microempresas	32.92	-	-	-	15.00	14.00	-	14.06
Tarjetas de Crédito	-	-	-	-	-	-	-	-
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos Revolventes	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a cuota fija hasta 30 días	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a cuota fija de 181 a 360 días	32.92	-	-	-	-	-	-	32.92
Préstamos a cuota fija a más de 360 días	-	-	-	-	15.00	14.00	-	14.02

Fuente: SBS

Respecto al este cuadro, se observa que la mayor movilidad se da en préstamos a pequeñas empresas, no existiendo productos para préstamos a 30 días, de 31 a 90 días es de 25.33%, de 91 a 180 días es de 42.08%, de 181 a 360 días es de 25.18% y de más de 360 días 19.70%. Los demás datos, al igual al caso anterior, parecen corresponder a operaciones únicas por el mes de febrero.

4.3.4. Tasas de interés cajas rurales

En este rubro tenemos 07 competidores en el mercado y todos ofrecen algún tipo de producto a las MIPYME. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 30 de diciembre de 2019.

TABLA 4.7: Tasas de interés Cajas Rurales

Tasa Anual (%)	Raíz	Sipán	Los Andes	Prymera	Incasur	Del Centro	Cat	Promedio
Medianas Empresas	-	-	24.09	13.80	23.00	-	-	16.15
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	-	-	-	13.73	-	-	-	13.73
Préstamos de 91 a 180 días	-	-	-	16.00	-	-	-	16.00
Préstamos de 181 a 360 días	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a más de 360 días	-	-	24.09	-	23.00	-	-	23.26
Pequeñas Empresas	24.29	37.45	29.61	21.91	24.79	21.20	-	25.04
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	24.50	-	-	-	-	-	-	24.50
Préstamos de 31 a 90 días	34.57	-	40.10	20.27	-	-	-	24.16
Préstamos de 91 a 180 días	27.46	40.92	48.01	23.93	-	-	-	34.29
Préstamos de 181 a 360 días	30.37	39.05	37.03	25.19	-	26.38	-	33.60
Préstamos a más de 360 días	24.02	35.34	28.35	21.90	24.79	21.17	-	24.51
Microempresas	35.69	42.87	40.77	34.50	44.93	30.23	-	38.44
Tarjetas de Crédito	-	-	-	-	-	-	-	-
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos Revolventes	-	-	-	28.29	-	-	-	28.29
Préstamos a cuota fija hasta 30 días	38.19	-	68.79	-	-	-	-	46.37
Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días	46.23	-	55.22	73.37	-	58.00	-	53.77
Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días	49.99	38.20	54.62	53.88	103.64	50.60	-	60.52
Préstamos a cuota fija de 181 a 360 días	44.22	43.54	50.12	55.84	-	43.93	-	49.14
Préstamos a cuota fija a más de 360 días	34.56	43.01	37.43	31.87	24.39	29.53	-	35.50

Fuente: SBS

Del cuadro anterior se desprende no existen prestamos de financieras no ofrecen productos a medianas empresas por un periodo de 30 días, de 31 a 90 días es de 14.50%, de 91 a 180 días es de 16.00%, de 181 a 360 días es no existen productos y de más de 360 días 17.07%. Es curioso observar que estas instituciones del sistema financiero no ofrecen productos para menos de 30 días ni entre 6 meses a un año.

Para una pequeña empresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 18.50%, de 31 a 90 días es de 21.07%, de 91 a 180 días es de 27.54%, de 181 a 360 días es de 32.39% y de más de 360 días 25.23%.

Para una microempresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 75.72%, de 31 a 90 días es de 44.09%, de 91 a 180 días es de 64.12%, de 181 a 360 días es de 50.90% y de más de 360 días es de 37.47%.

Respecto a las tasas de interés en moneda extranjera, en este rubro tenemos 07 competidores en el mercado, los cuales 01 ofrece algún tipo de producto a las MIPYME. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 30 de diciembre de 2019:

TABLA 4.8 Tasas Efectivas Promedio de Cajas Rurales en moneda extranjera

Tasa Anual (%)	Raíz	Promedio
Medianas Empresas	12.44	12.44
Descuentos	13.05	13.05
Préstamos hasta 30 días	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	12.00	12.00
Préstamos de 91 a 180 días	-	-
Préstamos de 181 a 360 días	12.00	12.00
Préstamos a más de 360 días	-	-
Pequeñas Empresas	15.00	15.00
Descuentos	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	-	-
Préstamos de 91 a 180 días	-	-
Préstamos de 181 a 360 días	-	-
Préstamos a más de 360 días	15.00	15.00
Microempresas	12.03	12.03
Tarjetas de Crédito	-	-
Descuentos	20.00	20.00
Préstamos Revolventes	-	-
Préstamos a cuota fija hasta 30 días	-	-
Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días	-	-
Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días	-	-
Préstamos a cuota fija de 181 a 360 días	12.00	12.00
Préstamos a cuota fija a más de 360 días	-	-

Respeto a ese cuadro, se observa que existen pocos productos en moneda extranjera, posiblemente debido a la baja demanda. Las tasas presentadas en el cuadro anterior deben corresponder a operaciones únicas en el mes de diciembre, siendo la de mayor tasa la de 15.00% para una pequeña empresa a más de 360 días

4.3.5. Tasas de Interés EDPYMES

En este rubro tenemos 10 competidores en el mercado y de los cuales 6 ofrecen algún tipo de producto a las MIPYMES. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 30 de diciembre de 2019.

TABLA 4.9 Tasas de Interés de EDPYMES

Tasa Anual (%)	Credivisión	Acceso Crediticio	Alternativa	Progreso	Micasita	Inversiones La Cruz	BBVA Consumer	GMG	Santander Consumo	Promedio
Medianas Empresas	-	-	-	-	-	-	14.43	-	23.23	16.44
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos de 91 a 180 días	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos de 181 a 360 días	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a más de 360 días	-	-	-	-	-	-	14.43	-	23.23	16.44
Pequeñas Empresas	47.99	23.64	37.81	-	-	-	16.75	-	21.66	27.22
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-	89.99	-	-	-	-	-	-	89.99
Préstamos de 31 a 90 días	52.35	-	42.03	-	-	-	-	-	-	42.49
Préstamos de 91 a 180 días	56.11	-	41.01	-	-	-	-	-	-	45.30
Préstamos de 181 a 360 días	45.44	-	40.10	-	-	-	6.50	-	-	39.74
Préstamos a más de 360 días	44.80	23.64	33.91	-	-	-	20.40	-	21.66	24.76
Microempresas	57.20	23.04	50.18	-	-	-	-	-	19.32	44.80
Tarjetas de Crédito	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Descuentos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos Revolventes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos a cuota fija hasta 30 días	-	-	58.88	-	-	-	-	-	-	58.88
Préstamos a cuota fija de 31 a 90 días	55.73	-	63.33	-	-	-	-	-	-	62.25
Préstamos a cuota fija de 91 a 180 días	63.73	-	53.18	-	-	-	-	-	-	56.78
Préstamos a cuota fija de 181 a 360 días	53.29	-	51.82	-	-	-	-	-	-	51.97
Préstamos a cuota fija a más de 360 días	46.12	23.04	44.60	-	-	-	-	-	19.32	33.12

Fuente: SBS

Del cuadro anterior se desprende que la tasa efectiva promedio para un préstamo a una mediana empresa a 30 días no ofrecen productos, del 31 a 90 días no ofrecen productos, de 91 a 180 días no ofrecen productos, de 181 a 360 días no ofrecen productos y de más de 360 días 16.44%.

Para una pequeña empresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 89.99%, de 31 a 90 días es de 42.49%, de 91 a 180 días es de 45.30%, de 181 a 360 días es de 39.74% y de más de 360 días 24.76%.

Para una microempresa, la tasa efectiva promedio a 30 días es de 58.88%, de 31 a 90 días es de 62.25%, de 91 a 180 días es de 56.78%, de 181 a 360 días es de 51.97% y de más de 360 días es de 33.12%.

Respecto a las tasas de interés en moneda extranjera, en este rubro tenemos 09 competidores en el mercado, los cuales 01 ofrece algún tipo de producto a las MIPYME. El presente cuadro se elaboró con información procedente de la SBS, con información al 30 de diciembre de 2019:

TABLA 4.10 Tasas Efectivas Promedio de EDPYMES en moneda extranjera

Tasa Anual (%)	BBVA Consumer	Promedio
Medianas Empresas	7.98	7.98
Descuentos	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	-	-
Préstamos de 91 a 180 días	-	-
Préstamos de 181 a 360 días	6.50	6.50
Préstamos a más de 360 días	8.81	8.81
Pequeñas Empresas	12.41	12.41
Descuentos	-	-
Préstamos hasta 30 días	-	-
Préstamos de 31 a 90 días	-	-
Préstamos de 91 a 180 días	-	-
Préstamos de 181 a 360 días	6.50	6.50
Préstamos a más de 360 días	15.23	15.23

Respeto a ese cuadro, se observa que existen pocos productos en moneda extranjera, posiblemente debido a la baja demanda. Las tasas presentadas en el cuadro anterior deben corresponder a operaciones únicas en el mes de diciembre, siendo la de mayor tasa la de 15.00% para una pequeña empresa a más de 360 días. Para microempresas, no se registraron operaciones.

4.4. MACROENTORNO

Para fines de la presente tesis, el macroentorno estará compuesto por todos aquellos inversores que estén dispuestos a financiar, a través de bonos titulizados, a las Pymes del Perú.

4.5. MICROENTORNO

Como microentorno, se considerarán a dos (02) empresas titulizadora y a dos (02) sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFI)

CAPÍTULO V. ANÁLISIS DEL DEL PROCESO DE ESTRUCTURACIÓN FINANCIERA DE LOS BONOS TITULIZADOS PARA EL FINANCIAMIENTO DE PYMES EN EL PERÚ

5.1. Descripción de los agentes intervinientes y términos involucrados en el proceso de emisión de bonos titulizados como mecanismo de financiamiento para pymes

5.1.1. PYMES

La Ley de promoción y formalización de la micro y pequeña empresa- Ley N.º 28015 en su art. 2, define a la Micro y Pequeña Empresa (MYPE) como:

“Es la unidad económica constituida por una persona natural o jurídica, bajo cualquier forma de organización o gestión empresarial contemplada en la legislación vigente, con el objeto desarrollar actividades de extracción, transformación, producción, comercialización de bienes o prestación de servicios”.

Esta definición se aplica para cada tipo de unidad económica, esto es, Micro, Pequeña y Mediana empresa, cuya diferencia radicarán básicamente en los niveles de ventas anuales y número de trabajadores; de esta manera, según el art. 5 de la Ley N.º 30056-Ley que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo productivo y el crecimiento empresarial, se menciona lo siguiente:

Artículo 5.- Las micro, pequeñas y medianas empresas deben ubicarse en alguna de las siguientes categorías empresariales, establecidas en función de sus niveles de ventas anuales.

Tabla N.º 5.1 Clasificación de empresas por niveles de ventas anuales.

LEY N.º 30056		
TIPO DE EMPRESA	VENTAS ANUALES	MONTO EN SOLES
MICROEMPRESA	Hasta 150 UIT	S/. 645,000
PEQUEÑA EMPRESA	Más de 150 UIT y hasta 1700 UIT	De S/.645,000 hasta S/.7'310,000

MEDIANA EMPRESA	Más de 1700 UIT y hasta 2300 UIT	De S/.7'310 000 hasta S/.9'890 000
------------------------	----------------------------------	------------------------------------

Fuente: *Elaboración propia.*

UIT: S/. 4300 valor al 2020

La Superintendencia Nacional de Administración Tributaria (SUNAT) contribuye a la definición legal regulando que las microempresas tienen de 01 a 10 trabajadores y facturan hasta 150 UIT al año. Las pequeñas empresas tienen 01 a 100 trabajadores y facturan hasta 1700 UIT al año, las medianas empresas cuentan con más de 100 trabajadores y facturan más de 1700 UIT hasta 2300 UIT.

De acuerdo al Anuario Estadístico Industrial, Mipyme y Comercio Interno 2017, del Ministerio de Producción, el número total de empresas formales en el Perú se muestran en el siguiente gráfico:

Tabla N° 5.2 Empresas Formales en el Perú

Perú : empresas formales, según segmento empresarial, 2017

Estrato empresarial ^{1/}	Nº de empresas	%
Microempresa	1 836 848	96,2
Pequeña Empresa	60 702	3,2
Mediana empresa	2 034	0,1
Total de mipyme	1 899 584	99,5
Gran Empresa	9 245	0,5
Total de empresas	1 908 829	100,0

^{1/} El estrato empresarial es determinado de acuerdo con la Ley N° 30056. Se considera gran empresa a aquella cuyas ventas anuales son mayores a 2 300 UIT.
Fuente: Sunat, Registro Único del Contribuyente 2017.
Elaboración: PRODUCE - Oficina de Estudios Económicos (OEE)

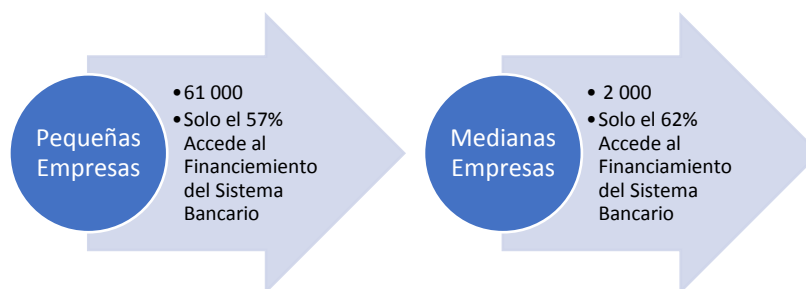
Al respecto, se observa que la presencia de la Pequeña y Mediana empresa representa el 3,2% y 0,1 % de la totalidad de empresas en el país, pudiendo encontrarse dentro las causas de su lento crecimiento, el acceso a un adecuado financiamiento para su constitución y/o expansión de actividades comerciales.

En la presente investigación, las PYME serán catalogadas como agentes *deficitarios*; es decir, como aquellas entidades que requieren de financiamiento para cubrir sus distintas necesidades (capital de trabajo, ampliación de objeto social, ampliar línea de producción, repotenciar la línea

existente, entre otros), para lo cual pueden optar por distintas alternativas de financiamiento existentes, con las consideraciones que ello amerite:

Como ya se reseñó, solo un pequeño porcentaje de Pymes pueden acceder al sistema financiero, tal y como se describe en el siguiente cuadro:

Gráfico 5.1 Financiamiento de Pymes en el Sistema Bancario



Fuente: Empresa de Capitales – Elaboración Propia

Considerando que la propuesta tiene por objetivo ser una alternativa de financiamiento al sistema bancario, se estima que el público objetivo de la misma sería la que a continuación se presenta:

Tabla 5.3: Publico Objetivo de la Tesis

TIPO DE EMPRESA	Nº DE EMPRESAS	% DE ACCESO AL CRÉDITO	Nº TOTAL
PEQUEÑA	61 000	57%	34 770
MEDIANA	2000	62%	1 240

Fuente: Elaboración Propia

5.1.2. Inversionistas Institucionales

De acuerdo al literal j del artículo 8° de la Ley de Mercado de Valores, se señala:

Son Inversionistas institucionales: Los bancos, financieras y compañías de seguros regidos por la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y 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, así como las entidades del exterior que desarrollen actividades similares y las demás personas a las que CONASEV califique como tales.

Este tipo de inversionista se caracteriza por gestionar ingresos que exceden a sus necesidades básicas, para ello buscan invertir estos “excedentes” a fin de obtener una mayor rentabilidad, el alto grado de sofisticación que los caracteriza (denominados también sofisticados o profesionales en la inversión en valores de instrumentos financieros) es una razón por la cual no requieren el mismo grado de protección legal que los inversionistas individuales. A este conjunto de inversionistas los denominaremos agentes *superavitarios*.

De acuerdo al Anexo 1 del Reglamento de Mercado de Inversionistas Institucionales- Resolución de Superintendencia N° 00021-2013, se establece lo siguiente:

Son inversionistas institucionales para todos los efectos del presente Reglamento las siguientes personas:

1. *Los bancos, financieras y 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 tituladoras.*
2. *Las entidades del exterior que desarrollen actividades similares a las señaladas en el numeral 1 y/o los Qualified Institutional Buyer 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).*

De acuerdo al Reporte de Estabilidad Financiera- 2019 del Banco Central de Reserva (BCR) las inversiones realizadas a nivel general en ofertas públicas y privadas por parte de los principales inversionistas institucionales: Fondos Privados de Pensiones, Empresas de Seguros, Fondos mutuos y Fondos de Inversión reflejan lo siguiente:

5.1.3. Fondos de Inversión

“Los fondos de inversión tienen una participación cada vez mayor en el financiamiento de las empresas peruanas y como oferentes de diversos instrumentos financieros. Este tipo de fondos, que se ha venido expandiendo principalmente en términos de volumen (creciendo a una tasa promedio de 9% anual en el último quinquenio), tiene un alto potencial de desarrollo dado su aún bajo nivel de profundidad (representa el 12,8% de los fondos mutuos y el 2,6% del portafolio administrado por los fondos de pensiones).”
(Reporte de Estabilidad Financiera- BCR, 2019: 61-62)

TABLA N° 5.4 Patrimonio Administrado en Oferta Publica

Cuadro 2.8						
PATRIMONIO ADMINISTRADO POR FONDO DE INVERSIÓN DE OFERTA PÚBLICA						
(Estructura participativa en %)						
	2014	2015	2016	2017	2018	Set.19
Derechos Sobre Acreencias	21,5	19,5	19,6	23,2	28,6	32,8
Fondo de Inversión Mobiliario	11,7	11,3	17,8	19,4	19,3	22,4
Fondo de Inversión Inmobiliario	21,7	26,9	20,8	26,1	22,1	15,7
Fondo Leasing Operativo	31,5	30,8	29,8	23,7	18,9	15,0
Otros (Fondo Forestal, Estructurado, Renta fija, Inst. de Deuda)	13,6	11,6	12,1	7,7	11,1	11,6
Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Total (mill. US\$)	818	868	962	1 098	1 160	1 278

Fuente: SMV.

Fuente: BCR

De este modo, podemos observar que las carteras administradas por los distintos inversionistas institucionales van en continuo crecimiento, realizando sus operaciones a nivel local e internacional y promoviendo de esta manera el desarrollo del mercado de capitales con la opción de brindar un financiamiento a empresas a condiciones más competitivas, al contar con una vasta cantidad de excedentes de inversión.

De acuerdo a lo establecido en el art. 1 de la Ley de fondos de inversión y sus sociedades administradoras (LFI)¹⁶, un fondo de inversión:

“Es un patrimonio autónomo integrado por aportes de personas naturales y jurídicas para su inversión en instrumentos, operaciones financieras y demás activos, bajo la gestión de una sociedad anónima denominada Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, por cuenta y riesgo de los partícipes del Fondo.”

Para Martín: “Los fondos son la unión de varios inversores que adquieren, en forma proporcional y conjunta, una cartera de títulos valores, técnicamente diversificada, con el fin de satisfacer sus necesidades y objetivos de inversión, y es por ello que de forma general se les denomina fondos de inversión”. (Martín, 2010: 265)

Por su parte Lárraga y Peña indican: “los Fondos de Inversión son entidades de derecho cuyo objeto es captar públicamente recursos financieros, bienes o derechos para gestionarlos, siempre que el rendimiento para el inversor se establezca en función de los resultados colectivos” (Lárraga y Peña, 2008: 13).

Por consiguiente, el patrimonio autónomo administrado corre por cuenta y riesgo de los participantes del fondo; si bien, la sociedad administradora de fondos debe contar con una administración profesional que vela por conseguir la mejor rentabilidad posible, esta quedará asociada a los distintos riesgos que puedan surgir en el camino.

La Comisión de Investigación del Equipo de Derecho Mercantil, señala que las principales características de los fondos de inversión constituidos en el Perú son las siguientes:

a) unión de recursos en propiedad colectiva: una pluralidad de personas une sus

¹⁶Decreto legislativo N° 862 y modificatorias: Ley N.° 27641 publicada el 19.01.2002 Decreto Legislativo No. 1046 publicado el 26.06.2008 Ley N° 30708 publicada el 24.12.2017

capitales para invertir en forma conjunta y proporcional a su inversión;
b) patrimonio autónomo: existe una separación jurídica y contable entre el patrimonio del fondo de inversión, el patrimonio de los partícipes y el patrimonio de la sociedad administradora de fondos de inversión;
c) capital cerrado: el número de cuotas es fijo y no son susceptibles de rescate antes de la liquidación del fondo de inversión, salvo los casos en que se genere un derecho de separación;
d) objeto de la inversión: pueden invertir en activos financieros, que pueden ser líquidos o ilíquidos, y también en activos no financieros;
e) participación: los derechos de los partícipes se encuentran representados en cuotas de participación, que constituyen alícuotas del patrimonio del fondo de inversión;
f) administración profesional: los fondos de inversión son administrados por sociedades especializadas en gestión de activos, las que llevan a cabo el manejo de las inversiones;
g) riesgo de inversor: en principio, los riesgos de la inversión recaen en el partícipe y no en la sociedad administradora de fondos de inversión.
(Equipo de Derecho Mercantil, 2016: 268)

La Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras,¹⁷ y su Reglamento¹⁸ regulan el funcionamiento y estructura de cada fondo de inversión constituido en el Perú (sujeto de derecho con autonomía patrimonial en su dirección); asimismo, las operaciones realizadas por cada fondo de inversión deberán sujetarse a lo dispuesto en el Reglamento de Participación y al contrato suscrito con los partícipes que pueden ser personas naturales o jurídicas.

Cabe señalar, que los fondos de inversión pueden ser administrados o bien por Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión (SAFI), las mismas que se encuentran bajo supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), o pueden ser administradas por Sociedades Gestoras que no se encuentran bajo la supervisión de la SMV, las cuales administran fondos cerrados colocados por oferta privada, por lo que la gestión de este tipo de fondos y todos los servicios relacionados son de exclusiva responsabilidad de la sociedad gestora.

Al respecto, las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión- SAFI, de acuerdo al primer párrafo del artículo 12 de la Ley de Fondos de

¹⁷Decreto legislativo N° 862 y modificatorias: Ley N.° 27641 publicada el 19.01.2002 Decreto Legislativo No. 1046 publicado el 26.06.2008 Ley N° 30708 publicada el 24.12.2017.

¹⁸Reglamento de Fondos de Inversión – RLF, aprobado por Resolución SMV N.° 029-2014-SMV-01, vigencia a partir del 01 de enero de 2015.

Inversión, indica: “Son sociedades administradoras de Fondos de Inversión las sociedades anónimas que tienen como objeto social la administración de uno o más fondos de inversión”.

Asimismo, la primera parte del segundo párrafo de dicho artículo señala:

Corresponde a CONASEV¹⁹ autorizar la organización y funcionamiento de la sociedad administradora, así como ejercer la supervisión de ésta, en tanto tenga como fin administrar fondos de inversión cuyos certificados de participación se colocarán por oferta pública. Las sociedades administradoras que se encuentran bajo el ámbito de competencia de CONASEV podrán adicionalmente administrar fondos mutuos de inversión en valores y fondos de inversión de oferta privada siempre que se sometan a la regulación que, respecto de tales fondos, apruebe dicha entidad.

De acuerdo a ello, sólo las SAFI autorizadas por la SMV, podrán administrar fondos colocados por oferta pública, oferta privada y fondos mutuos.

De otro lado, en cuanto a las Sociedades Gestoras, el tercer párrafo del artículo 12 de la Ley de Fondos de Inversión establece:

Aquellas sociedades que no tengan como fin administrar Fondos de Inversión cuyos certificados de participación se colocarán por oferta pública y que por lo tanto no se encuentren bajo la competencia de la SMV, están obligadas a difundir a los destinatarios de dichas ofertas que respecto de ellas, la SMV no ejerce supervisión alguna y por tanto la gestión de dichos fondos, la información que brindan a tales personas y los demás servicios que les prestan son de exclusiva responsabilidad de la sociedad y no son supervisadas por la SMV.

Por lo tanto, estas Sociedades Gestoras sólo podrán administrar fondos de inversión colocados por oferta privada.

La presente investigación abarcará el estudio de los patrimonios autónomos (que bien pueden estar administrados por una SAFI o por una Sociedad Gestora), concernientes a los fondos de inversión colocados por oferta privada; al respecto, Gutiérrez señala:

“(...) en los fondos privados los inversionistas deberán solucionar sus reclamos ante la sociedad administradora del fondo, ante las autoridades judiciales y/o arbitrales escogidas y utilizando los mecanismos establecidos en el reglamento de participación”

¹⁹Hoy Superintendencia de Mercado de Valores

(...) los fondos de inversión colocados por oferta privada no se encuentran obligados a cumplir con los requerimientos legales (...), es práctica común en el mercado que sí lo hagan, no solo para hacerse más confiables y atractivos al inversionista privado, sino con la finalidad de en algún momento poder inscribir sus cuotas de participación en algún mecanismo centralizado de negociación o bolsa, sin que para ello sea necesario efectuar demasiadas modificaciones a su estructura y a su reglamento interno de participación.” (Gutiérrez, 2011: 42)

El diario Gestión²⁰ al 2018, indicaba que los fondos de inversión administraban un patrimonio superior a US\$ 4,000 millones en el mercado local, precisando que el patrimonio administrado por los fondos privados es más del triple que el de los fondos públicos, inscritos en el registro del mercado de valores. (GESTIÓN, 2018).

Como podemos apreciar, este nuevo mecanismo de administración de fondos de inversión viene resultando bastante atractivo para los inversionistas y se encuentra en constante crecimiento debido a las ventajas de una gestión profesional y especializada que estas suponen en el mercado. Respecto a este tema, se realizaron entrevistas a representantes de fondos de inversiones, que nos dieron perspectivas favorables demostrando interés en participar en estructuraciones financieras dirigidas a Pymes, tal como se muestra a continuación:

PREGUNTAS	FONDOS DE INVERSIÓN	
	BLANCO SAFI	LARRAINVIAL
¿Cuentan con algún portafolio de inversión dirigido a financiar PYMES?	El portafolio de inversiones está compuesto por financiamientos otorgados a grandes, medianas y pequeñas empresas. El promedio de inversiones en estas es de USD 1.5 MM, USD 500K y USD 50K, respectivamente.	La SAFI cuenta portafolios de inversión destinados a PYMES, en la modalidad de financiamientos estructurados de mediano o largo plazo. Se cuenta con clientes pertenecientes al segmento de las pequeñas empresas y entidades recién creadas con proyección de crecimiento pertenecientes a un grupo económico con respaldo financiero, cuya matriz o algunas de las empresas vinculadas puedan participar como fiadores solidarios o avales.

²⁰Ver: <https://gestion.pe/economia/mercados/fondos-inversion-administran-patrimonio-superior-us-4-000-millones-mercado-local-227505-noticia/>, acceso el 13/09/ 2019

<p>¿Qué tasas suelen otorgar cuando financian a una PYME? ¿Qué aspectos consideran o evalúan al momento de fijar una tasa?</p>	<p>Las tasas de interés que se aplican a este tipo de productos de corto plazo son en promedio del 20%. La tasa fijada depende de la fortaleza financiera de la PYME, de la calidad de sus clientes (CxC) y del historial de sus avales.</p>	<p>Solemos otorgar tasas del 13% en Dólares Americanos, que luego se ven incrementadas por costos asociados (estructuración y fideicomiso). A la fecha no contamos con financiamiento en Soles. De cara a nuestros inversionistas, les ofrecemos a estos una rentabilidad del 09%.</p>
<p>¿Han tenido experiencia invirtiendo o financiando PYMES bajo la figura de la Titulización de Activos o mediante la adquisición de Bonos Titulizados?</p>	<p>No se ha tenido experiencia en financiamientos a mediano o largo plazo en este tipo de segmentos de empresas, debido al mayor riesgo de incobrabilidad. No obstante, de presentarse una estructura de inversión sólida, con un buen análisis de riesgo y expectativa de rápida recuperación en caso de default, podría evaluarse la opción. El fideicomiso tiene como ventaja su rápida ejecución en caso de incumplimiento, así como el hecho de que los bonos titulizados se encuentren inafectos al IGV, es otra clara ventaja.</p>	<p>Contamos con financiamientos estructurados bajo esta modalidad, los puntos en contra de esta estructura serían los altos costos de constitución. Lo favorable es que resulta ser una figura flexible y de rápida recuperación en caso de default. Por la vida del Fondo, no hemos tenido a la fecha oportunidad de ejecuciones, pero este tipo de garantías nos respalda plenamente.</p>
<p>¿A qué plazo suelen financiar a las PYMES? ¿Les resultaría atractivo financiar de 05 a 07 años?</p>	<p>Financiar o invertir en bonos a 05 o 07 años, podría resultar muy riesgoso y demanda mucho trabajo operativo de seguimiento y supervisión. No obstante, podría considerarse cortos o medianos plazos, con posibilidad de renovación para calzar la necesidad de las PYMES con las expectativas de los inversionistas.</p>	<p>El plazo se encuentra sujeto a evaluación del fondo, dependerá mucho de la duración de éste, inicialmente las operaciones fueron estructuradas a un plazo de 84 meses; no obstante, a la fecha, los financiamientos salen por un plazo máximo de 72 meses e irá bajando consecutivamente.</p>
<p>¿Tienen una política de evaluación financiera y crediticia establecida específicamente para el financiamiento a PYMES</p>	<p>Sí, contamos con políticas de evaluación crediticia acuerdo a cada producto financiero en el que invertimos. Dicha política se encuentra supeditada al objetivo de inversión (productos, plazos, concentración) definido en el Reglamento de Participación de cada Fondo de Inversión.</p>	<p>Sí, nuestra experiencia en la evaluación crediticia y de riesgo es bancaria, por lo que aplicamos los mismos criterios de la banca, lo cual nos ayuda al momento de hacer el análisis sin necesidad de recurrir a una clasificatoria de riesgos.</p>

<p>¿Qué tipo de garantías se le suele pedir a una PYME? ¿Les bastaría con una garantía real en primer y preferente rango? O solicitarían garantías colaterales adicionales.</p>	<p>Definitivamente una garantía real mejora la posición del cliente. nuestra aprobación del financiamiento depende primero de la solidez del cliente y de una buena capacidad de repago. Las garantías no reales solicitadas son el estándar del sector financiero: aval de los accionistas de la PYME y firma de un Pagaré en respaldo de la línea otorgada.</p>	<p>Por la naturaleza de los financiamientos, básicamente trabajamos con los fideicomisos en titulización, esperando siempre la constitución en un primer y preferente rango.</p>
<p>¿Qué Loan To Value (LTV) suelen requerir al momento de medir la cobertura de la garantía?</p>	<p>Por ahora no solicitan garantías colaterales como respaldo de las inversiones en los productos para PYMES. En los casos en los que se ha contado con garantías reales, hemos procurado que su valor de realización cubra al menos 1.5 veces el monto financiado.</p>	<p>En promedio consideramos para las operaciones un LTV aproximado del 70%. Claro que dentro del análisis crediticio, preponderamos en un 70% la capacidad y flujo de repago y en un 30% la garantía.</p>

5.1.4. Sociedades Titulizadoras

De acuerdo con el Art. 302 de la Ley de Mercado de Valores, una Sociedad Titulizadora:

Es la sociedad anónima de duración indefinida cuyo objeto exclusivo es desempeñar la función de fiduciario en procesos de titulización, pudiendo además dedicarse a la adquisición de activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores. Excepcionalmente, la Sociedad Titulizadora podrá efectuar las demás actividades que le autorice CONASEV. Las sociedades titulizadora deben incluir en su denominación social la expresión "Sociedad Titulizadora".

El Estudio Echeopcar indica que una sociedad titulizadora es una sociedad anónima de duración indefinida, la cual desempeña la función de fiduciario en los procesos de titulización. Tiene como función principal gestionar el patrimonio fideicometido, ejercer el dominio fiduciario sobre este y emitir los valores mobiliarios en representación del patrimonio de titulización y con cargo a este patrimonio. (Echeopcar, 2014)

Del mismo modo, las sociedades titulizadora pueden tener bajo su administración a uno o más patrimonios fideicometidos (patrimonios autónomos) y pueden ejercer funciones de fiduciario o gestor en aquellos fideicomisos de titulización de las sociedades extranjeras que constituyan sucursales en el país con el objeto exclusivo de realizar las actividades inherentes a una sociedad titulizadora. (Alcázar, 2015)

En cuanto a su estructura, de conformidad con el art. 303° de la Ley de Mercado de Valores se establece:

*Las sociedades titulizadora deberán tener un capital social mínimo setecientos cincuenta mil Nuevos Soles (S/. 750 000), el cual debe estar íntegramente suscrito y pagado antes de dar inicio a sus actividades. En ningún caso, el patrimonio neto de las sociedades titulizadora podrá ser inferior al monto del capital social establecido. Del mismo modo, este capital mínimo deberá ser incrementado en función al número y monto de los patrimonios sobre los que ejerza el dominio fiduciario, de acuerdo a las normas establecidas por CONASEV^{*21}.*

Cabe señalar, que el conjunto de las Sociedades Titulizadoras normadas por la Ley de Mercado de Valores, son las únicas empresas en nuestro país autorizadas para realizar actividades de fideicomiso de titulización.

En ese sentido, las “sociedades titulizadora ofrecen el servicio de intermediación entre deficitarios que buscan una alternativa de financiamiento de bajo costo, a través de la titulización de activos, y los superavitarios que buscan alternativas de inversión, rentables y atractivas”. (Bartet y Coral, 2017: 85)

Al cierre del año 2018, según lo indicado por la SMV, solo contaban con autorización de funcionamiento 7 sociedades titulizadora en el Perú. (Memoria Anual SMV, 2018).

En el siguiente gráfico se muestra la relación de las sociedades titulizadora que operan en el país con sus principales características:

²¹Hoy Superintendencia de Mercado de Valores.

Tabla N° 5.5 Sociedades Titulizadoras en el Perú

SOCIEDAD TITULIZADORA	GRUPO ECONÓMICO	INICIO DE OPERACIONES	CAPITAL SOCIAL
ACRES SOCIEDAD TITULIZADORA S. A	ACRES INVESTMENT	14.8.2011	S/ 3'910,000.00
CONTINENTAL ST	BANCO CONTINENTAL	1.3.1999	S/ 3'032,000.00
CREDICORP CAPITAL ST	CREDICORP CAPITAL PERU	16.2.1998	S/ 4'533,591.00
GRUPO CORIL ST	GRUPO CORIL	17.6.1999	S/ 5'442,000.00
INTERTITULOS	GRUPO INTERCORP	3.9.1999	S/ 8'400,00.00
SCOTIA ST	SCOTIABANK PERU S.A.A.	29.1.1999	S/ 2'873,000.00
TRUST	ARGENTA S. A. B.	9.9.1997	S/6'511,000.00

Fuente: SMV

Elaboración propia.

Respecto a este tema, se realizaron entrevistas a representantes de Sociedades Titulizadoras, quienes mostraron su interés ofreciendo tarifas acordes a las necesidades de las pymes:

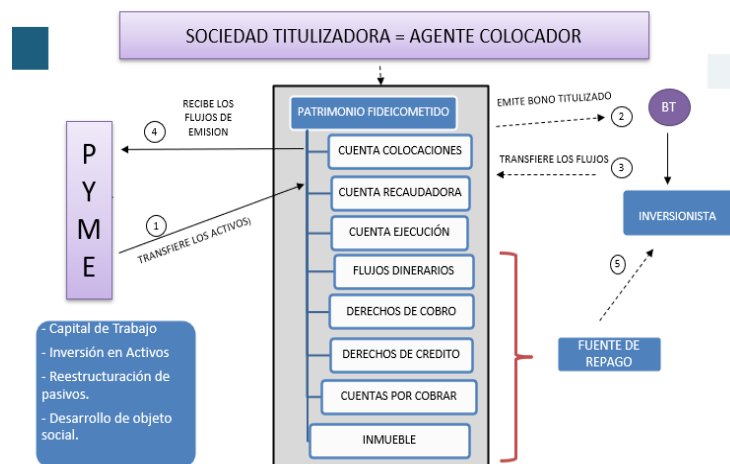
PREGUNTAS	SOCIEDADES TITULIZADORAS	
	TRUST SOCIEDAD TITULIZADORA	ACRES SOCIEDAD TITULIZADORA
¿Cuál es el perfil de empresas emisoras que usualmente optan por el Fideicomiso de Titulización como mecanismo de financiamiento?	Constructoras / Sociedades que buscan financiamiento a mediano plazo a través del mercado de valores.	Las empresas que desean desarrollar Project Finance, las que deseen reducir su riesgo como contraparte en una operación. Tradicionalmente, las medianas y grandes son las que usualmente optan por este tipo de operaciones, debido básicamente a los costos altos de administración. Desde mediados del 2018 hemos sacado al mercado productos de titulización para PYMES, buscando estandarizar el vehículo -con el fin de reducir costos- e incluyendo mejoradores como aseguradoras. A la fecha, la demanda por estos productos viene creciendo de forma exponencial.

<p>¿Cuáles serían las ventajas de optar por el Fideicomiso de Titulización para la búsqueda de Financiamiento?</p>	<p>Principalmente, otorgar una garantía como lo es el Patrimonio Fideicometidos en una titulización, de ejecución inmediata que puede resultar interesante para los inversionistas, toda vez que, en caso de incumplimiento, la recuperación de su inversión se obtiene en el corto plazo.</p>	<p>Para los inversionistas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Con el aporte de los activos al fideicomiso, éstos salen de la esfera patrimonial del originador, con lo cual pasan a respaldar de forma exclusiva los valores que emita el fiduciario. - El aporte no puede ser declarado nulo ni ineficaz, una vez se emitan valores mobiliarios. - En caso de incumplimiento, la ejecución de los activos es extrajudicial. - A diferencia del fideicomiso bancario, no tiene el periodo de sospecha de 6 meses. - Es un vehículo sumamente flexible que se acomoda a cualquier tipo de operación.
<p>¿Cuáles serían las consideraciones a evaluar para optar por una Oferta Pública o Privada? ¿Cuál resultaría más accesible y menos onerosa?</p>	<p>El público o inversionista objetivo, la oferta Privada es menos onerosa, es más rápida y es más segura por cuanto se trabaja únicamente con inversionistas institucionales, quienes por sus características, conocen el mercado de valores y eso permite total transparencia.</p>	<p>La oferta pública es más costosa y requiere de mayor tiempo para su implementación. La norma exige que el patrimonio tenga EEFF auditados y clasificaciones de riesgo, incrementando el costo de la operación. Asimismo, la SMV tiene que aprobar los prospectos de emisión, lo cual hace que la implementación demore mucho más que una oferta privada.</p>
<p>¿Resulta costoso u oneroso optar por este mecanismo para la obtención de financiamiento?</p>	<p>Si, resulta costoso. El fideicomiso de titulización de activos genera gastos de estructuración, comisión de administración mensual, en algunos casos comisiones de colocación, sin contar con otros gastos que puedan generarse como consecuencia de la estructura. Pero todos estos costos tienen como finalidad canjear un activo fijo por, liquidez inmediata, sin perder la propiedad de lo transferido al fideicomiso.</p>	<p>No. Si el producto está bien estructurado, la reducción del riesgo impacta en la tasa de interés para el inversionista. Esa reducción es usualmente mayor al costo que representa la administración del fideicomiso.</p>
<p>¿Por qué podría considerarse que a la fecha no ha sido explotado por las PYMES el Fideicomiso de Titulización?</p>	<p>Por costos y por no contar con garantías (activos) suficientes que hagan atractiva la inversión desde el punto de vista del inversionista.</p>	<p>Debido al poco conocimiento del mercado que sigue dando por hecho que estos vehículos son excesivamente caros. Sin embargo, con los productos ya en funcionamiento para este segmento, estamos seguros que pronto este tipo de vehículos será una opción común para las PYMES.</p>
<p>¿Consideras que puede resultar atractivo para un Inversionista Institucional invertir o adquirir Bonos emitidos por PYMES?</p>	<p>Depende de la estructura. La garantía o bienes fideicometidos deben cubrir por lo menos 2 a 1 la inversión. Si la estructura considera como bienes fideicometidos, activos de rápida ejecución en caso de incumplimiento, y que generen los ingresos suficientes para el repago, es</p>	<p>No es usual que los institucionales grandes evalúen operaciones para PYMES, sin embargo, pueden invertir a través de un fondo de inversión que se especialice en evaluar a las PYMES.</p>

	una inversión bastante atractiva.	
¿Qué garantías puede otorgar la PYME al Inversionista para asegurar el repago?	Proyecciones del flujo de ingresos. Tipo de garantía, activos fijos que al explotarlos cubran los gastos propios del fideicomiso y el repago.	Lo usual es que se aporten a los fideicomisos flujos futuros, bienes muebles e inmuebles, y mejoradores como aseguradoras y fianzas solidarias.
¿Es necesario incurrir en los costos de una clasificadora de riesgos para evaluar el Bono Titulizado?	Obligatoriamente, cuando se trate de una oferta pública. En caso de oferta privada dependerá del originador y/o de los inversionistas.	Para una oferta privada no es necesario, pero sí el documento ayuda mucho a la hora de identificar a los inversionistas.

5.2. Esquema del proceso de estructuración financiera de los bonos titulizados para el financiamiento de pymes mediante ofertas privadas.

Gráfico N° 5.2: Proceso de Estructuración de los Bonos en la propuesta



Fuente: Elaboración propia

Al respecto, en la secuencia de la estructura señalada debemos mencionar lo siguiente:

- a) Se constituye un Patrimonio Fideicometido conformado por Activos pertenecientes a la PYME o terceros vinculados, que respalden la emisión de los Bonos Titulizados. Dichos activos podrán ser cuentas por cobrar, derechos de crédito, derechos de cobro presentes y/o futuros y/o cualquier activo que genere flujos dinerarios suficientes para asegurar la fuente de repago de las cuotas valores. Asimismo, se solicita un Inmueble como respaldo adicional que permita la recuperación efectiva del capital invertido por el Inversionistas, en caso de incumplimiento de pago del Originador. Se solicitaría mantener los mismos estándares de evaluación legal, crediticia y de riesgos que se aplica en el sistema bancario, requiriendo una tasación comercial que permita verificar que el LTV no supere como sugerencia el setenta y cinco (75%) por ciento, dicho ratio podría ser mayor dependiendo del apetito de riesgo del Inversionista y del análisis realizado a la capacidad de pago de la PYME.
- b) Como se ha precisado líneas arriba, la estructuración demanda un análisis crediticio y legal de la PYME y de sus activos otorgados al Patrimonio Fideicometido. El emitir los bonos mediante una oferta privada, nos evita incurrir en los costos asociados a la calificación de una oferta pública, al trámite de evaluación de los prospectos informativos por parte de la Superintendencia de Mercado de Valores y la Clasificación de Riesgos, que sería reemplazado por un análisis crediticio, de riesgos y legal similar a una Entidad Bancaria o financiera, considerando los siguientes Criterios de Aceptación de Riesgo, los mismos que fueron considerados dentro de las políticas de crédito y riesgo de las entidades del Sistema Financiero y que son replicados por los fondos de inversión al momento de la clasificación
- Tener clasificación Normal o Cliente con Problemas Potenciales (CPP) a un máximo del 90% del total de sus créditos en el sistema financiero.
 - Por lo menos 2 años de historial crediticio en el mercado financiero peruano
 - No presentar créditos en cobranza judicial
 - No presentar embargos en cuentas corrientes
 - Utilidad neta positiva en al menos 2 de los 3 últimos ejercicios
 - Concentración de ingresos máxima del 40% de sus ingresos en un solo cliente

- Crédito aprobado por la compañía de seguros que emitirá el seguro de crédito o fianza.
- Ventas mínimas de S/1500,000 (un millón quinientos mil y 00/100 Soles) anuales.
- Ratio de liquidez corriente (Activos Corrientes/Pasivos Corrientes) > 1.0x
- Deuda Total / Patrimonio Neto < 2.5x
- EBITDA / Servicio de Deuda > 1.0x
- Patrimonio Neto > 0
- Margen de EBITDA (EBITDA / Ventas) de por lo menos 5%, calculado sobre la base de la declaración jurada de renta.
- Monto máximo de financiamiento para una misma Compañía Objetivo de US\$1,500,000 (Un millón quinientos mil y 00/100 Dólares)
- Plazo máximo del financiamiento – 84 meses

Cabe mencionar que en la presente propuesta no se considera el rating para la el originador, pues consideramos que el análisis legal y financiero suple satisfactoriamente el mencionado estudio.

Uno de los factores que dificultan el uso de esta herramienta es el alto costo que representa para las Pymes; en promedio, un estudio de rating tiene un costo de US\$ 20 000 a US\$ 30 000, monto que es excesivo para el nivel de endeudamiento que el originador busca.

Asimismo, las Pymes tienen dificultades para cumplir con los requerimientos de información que las empresas de rating solicitan para el estudio.

En el siguiente cuadro se aprecia las diferencias entre ambos métodos

Cuadro 5.3 Cuadro Comparativo de Métodos de Clasificación

Cuadro Comparativo Métodos de Clasificación	
Rating	Método Propuesto
1.- Evaluación Legal de la Estructura	Por lo menos 2 años de historial crediticio en el SFP
<i>Legalidad</i>	No presentar créditos en cobranza judicial
<i>Venta Verdadera</i>	No presentar embargos en cuentas corrientes
<i>Patrimonio Independiente</i>	Utilidad neta positiva en al menos 2 de los 3 últimos ejercicios
<i>Eficacia ante Terceros</i>	Concentración de ingresos máxima del 40% de sus ingresos en un solo cliente

<i>Notificación y Consentimiento de Deudor</i>	Crédito aprobado por la compañía de seguros que emitirá el seguro de crédito o fianza.
<i>Estructura del Fideicomiso</i>	Ventas mínimas de S/1500,000 (un millón quinientos mil y 00/100 Soles) anuales.
<i>Detalle de Conflicto de Intereses</i>	Ratio de liquidez corriente (Activos Corrientes/Pasivos Corrientes) > 1.0x
<i>Detalle de Integración</i>	Deuda Total / Patrimonio Neto < 2.5x
2.- Análisis Cuantitativo de la estructura	EBITDA / Servicio de Deuda > 1.0x
2.1.- Análisis de Activo Fuente de Pago	Patrimonio Neto > 0
2.1.1 Definiciones de las Estructuras abiertas y cerradas	Margen de EBITDA (EBITDA / Ventas) de por lo menos 5%, calculado sobre la base de la declaración jurada de renta.
2.1.1.1 Criterios de Elegibilidad	Monto máximo de financiamiento para una misma Compañía Objetivo de US\$1,500,000 (Un millón quinientos mil y 00/100 Dólares)
<i>Madurez de pagos</i>	
<i>Grupos de Riesgo Común</i>	
<i>Concentración de Clientes</i>	
<i>Cartera con atrasos</i>	
<i>Apego a las Políticas de Crédito</i>	
2.1.1.2 Aforo de la Emisión y Contraprestación	
2.1.1.3 Casada de Pagos, Reservas y Subordinación	
2.1.1.4 Análisis de Colaterales	
<i>Análisis de Cosechas</i>	
<i>Tasa de Incumplimiento Histórica</i>	
<i>Análisis de Prepagos</i>	
2.1.1.5 Análisis de Pagos de Valor Residual	
2.2.- Análisis del Flujo de Efectivo	
2.2.1 Escenario de Estrés	
<i>Estrés Macroeconómico</i>	
<i>TIIEs</i>	
<i>Inflación</i>	
<i>Tipo de Cambio</i>	
<i>Crecimiento Económico</i>	
<i>Estrés Financiero</i>	
<i>Sobretasa</i>	
<i>Remanentes</i>	
<i>Prepagos</i>	
2.2.2 Modelación del Flujo con una Cartera Pulverizada	
2.2.3 Modelación del Flujo con una Cartera Concentrada	

2.2.4 Escenario Base
3.- Evaluación Operativa de la Estructura
<i>Riesgo de Administración</i>
<i>Administrador Primario</i>
<i>Administrador Secundario</i>
<i>Flujos de Transacción</i>
4.- Ajustes Cualitativo
<i>Riesgo de Operación</i>
<i>Riesgos Asociados al Flujo de Efectivo</i>
<i>Transparencia, Calidad y Oportunidad de la Información</i>

- c) La estructuración planteada sería por un plazo de tres (03) hasta siete (07) años, a una tasa competitiva generándose un cronograma de pagos mensuales donde se establezca las fechas de pago y/o rendimiento del Bono Titulizado. Esta estructura, generaría liquidez a la PYME sin encontrarse sujeta a parámetros de supervisión y reportes de información como las ofertas públicas. No obstante, resultaría oportuno considerar dentro del Acto Constitutivo, covenants financieros que obliguen al originador a presentar, a solicitud del Bonista, los estados financieros y/o cualquier otra información relacionada al giro del negocio, que permita hacer un seguimiento al funcionamiento de la empresa.
- d) Los costos de constitución, estructuración y administración del Fiduciario, no impactarían de manera significativa en la tasa ofertada de la operación.
- e) El Inversionista recibe rendimientos regulares. TIR promedio de doce (12%) por ciento a veinte (20%) por ciento. Existe una baja exposición de riesgo y efectiva recuperación de sus acreencias en caso de incumplimiento de pago por parte del originador. Las características del fideicomiso aseguran una rápida ejecución del Patrimonio Fideicometido sin necesidad de acudir a la vía judicial. En el Acto constitutivo se regularían las obligaciones del originador y las causales de ejecución del Patrimonio Fideicometido, consignando cláusulas semejantes a un Loan Agreement o crédito bancario, como por ejemplo:
- Incumplimiento con el pago total de dos o más cuotas valores, de manera consecutiva, en la respectiva fecha de pago establecida en el cronograma de pagos.

- Que el Originador y/o sus Fiadores Solidarios, participen en actos de corrupción o soborno respecto de cualquier autoridad nacional o extranjera, u otorgar pagos, dádivas, promesas de pago, beneficios personales u otro similar, contrarios a ley, a funcionarios o trabajadores de entidades del Estado.
 - Que el Originador y/o sus Fiadores Solidarios, incurran en actos o prácticas ilegales o indebidas para la obtención de consentimientos, permisos, licencias, aprobaciones, autorizaciones, derechos o privilegios por parte del Estado que pudiesen generar un beneficio al Originador o sus Representantes.
 - Que el Originador y/o sus Fiadores Solidarios incumplan las Normas Anticorrupción o de Prevención de Lavado de Activos, Financiamiento del Terrorismo o Minería Ilegal.
 - Mantener vigentes los contratos y relaciones comerciales con sus clientes, de modo tal que garantice la generación de los Flujos Dinerarios.
 - Como consecuencia de la transferencia fiduciaria que se produce en virtud del Acto Constitutivo, el Originador y/o sus Fiadores Solidarios estarán imposibilitados de efectuar actos de disposición, gravar, constituir garantías reales, de cualquier tipo y naturaleza, así como garantías mobiliarias, derechos reales, derechos fiduciarios de cualquier tipo y naturaleza, derechos de preferencia, que limiten o restrinjan directa o indirectamente cualquier derecho del Originador y/o sus Fiadores Solidarios sobre la propiedad, titularidad y libre disposición de los Bienes Fideicometidos, sin contar con la aprobación previa, expresa y por escrito del Fideicomisario.
 - En caso se reduzca el patrimonio neto del Originador en más del cincuenta por ciento (50%).
 - No solicitar el inicio de disolución y/o liquidación o un proceso de quiebra, procedimiento concursal o de insolvencia del Originador y/o algún Fiador Solidario.
 - Otros que se puedan acordar libremente con el Bonista.
- f) Se dirige exclusivamente a Inversionistas Institucionales – Fondos de Inversión.

- g) Las Bonos titulizados no pueden ser transferidos a terceros, salvo que lo hagan a otro Inversionista Institucional.
- h) Al realizarse mediante ofertas privadas, no se utilizan medios masivos de difusión.
- i) La estructuración es flexible, permitiendo obtener flujos para destinarlos a capital de trabajo, reestructuración de pasivos, inversión en activos fijos, a un plazo mayor al que conseguirían en el sistema financiero tradicional.
- j) La estructuración demanda un plazo inicial de 7 días útiles, aproximadamente, donde se realizará la evaluación crediticia de los riesgos de prevención de LAFT y legal que acrediten la capacidad de repago de la PYME, así como la libre transferencia de sus activos al patrimonio fideicomitidos. Acto posterior, el Inversionista Institucional coordinaría con la Sociedad Titulizadora la elaboración del acto constitutivo, documento que deberá ser realizado en un plazo no mayor de 3 días útiles al tener los formatos contractuales preestablecidos (Tipo contrato por adhesión). Una vez elevado a escritura pública, se gestionaría la obtención de la Ficha RUC y de la apertura de las cuentas bancarias del fideicomiso, trámite que demora un máximo de 5 días hábiles. Una vez activas las cuentas, la Sociedad Titulizadora podrá realizar la emisión de los bonos y gestionar la liberación de los flujos de emisión a favor del originador.

El ingreso a registros públicos y su posterior inscripción tomaría un plazo de 7 días útiles adicionales, conforme a los plazos establecidos por la Superintendencia de los Registros Públicos.

En total, el plazo de estructuración es de 22 a 30 días.

Para la consolidación y masificación de esta propuesta, consideramos que aún quedan algunos retos por enfrentar tales como:

- Ausencia de una cultura bursátil por parte de las empresas, básicamente las PYME.
- Desconocimiento de la titulización como herramienta de financiamiento alternativo al sistema financiero tradicional por parte de las empresas.

- Los actuales costos de estructuración y emisión resultan onerosos y limitan el acceso a las PYMES al mercado de valores. La propuesta presenta costos especiales conversados con las Tituladoras de cara a plantear un producto estructurado para las PYME.
- Escasa o nula relación entre PYME e Inversionistas Institucionales.

5.3. FACTORES DE RIESGOS RELATIVOS A LOS BONOS DE TITULIZACIÓN Y AL PATRIMONIO FIDEICOMETIDO

5.3.1. Inexistencia de recurso contra el Originador y/o el Fiduciario.

En virtud del acto constitutivo de los fideicomisos de titulización, al originador y al fiduciario les compete únicamente el cumplimiento de las obligaciones que asumen, así como según lo dispuesto en cada acto constitutivo, por lo que no existirá recurso en contra de ellos por obligaciones no contempladas dentro de estos documentos. Por consiguiente, la evaluación del riesgo crediticio es de exclusiva responsabilidad del Inversionista.

5.3.2. Riesgo de insolvencia del Patrimonio Fideicometido

Los activos del Patrimonio Fideicometido serán la única fuente de pago para el pago de la cuota de los Bonos de Titulización, por lo que ante una situación de insolvencia del Patrimonio Fideicometido, de conformidad con lo dispuesto por el numeral 2.2 del artículo 2 de la Ley No. 27809, Ley General del Sistema Concursal, los procedimientos establecidos en esta ley no resultarán aplicables. Sin embargo, cabe mencionar que, según lo establecido en el acto constitutivo, una situación de insolvencia en este tipo de procedimiento, será considerada como un evento de incumplimiento en dicho contrato, lo cual podría dar lugar a la disolución y liquidación del Patrimonio Fideicometido en los términos establecidos en el acto constitutivo.

5.3.3. Limitación de la cobertura otorgada por los activos del Patrimonio Fideicometido

El patrimonio fideicometido no contará con activos o recursos diferentes

de los señalados en los documentos del programa. El pago del principal y del interés se efectuará únicamente con cargo a los activos del patrimonio fideicometido. Ni el originador, ni el fiduciario, ni la entidad estructuradora, de ser el caso, asumen obligación alguna respecto del pago de la cuota.

5.3.4. Riesgo de pago

El pago de la cuota estará supeditado a la existencia de los flujos presentes y futuros y/o derechos de cobro originados de la actividad comercial, que el originador aporta al Patrimonio Fideicometido.

5.3.5. Rescate

En caso se determine en los respectivos documentos, el fiduciario podrá rescatar los bonos de titulación en circulación. Los términos y condiciones aplicables para cada emisión podrán prever el rescate de los bonos de titulación a opción del emisor.

5.3.6. Cambios en la legislación que pudieran afectar a las titulaciones

No puede asegurarse que en el futuro no se den cambios en la legislación peruana aplicable a los procesos de titulación que puedan causar contingencias no registradas o esperadas a la fecha para el Originador, el Fiduciario o el Patrimonio Fideicometido.

5.3.7. Riesgo de Mercado Secundario no desarrollado para los Bonos

De conformidad con los términos y condiciones generales de la(s) emisión(es), los bonos de titulación no serán registrados en el Registro Público del Mercado de Valores, ni negociados en la Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima. Por lo tanto, los bonistas no tendrán la facultad de efectuar una oferta pública posterior de los bonos de titulación.

Adicionalmente, el inversionista debe considerar que, actualmente no existe un mercado secundario desarrollado para los bonos de titulación y que las restricciones aplicables a su transferencia como consecuencia de tratarse de una oferta privada podrían generar que nunca se desarrolle

dicho mercado secundario o que los bonistas no sean capaces de poder transferir los bonos de titulización. No se puede asegurar que se desarrollará un mercado secundario para alguna emisión de los bonos de titulización o, en el caso de desarrollarse uno, que este brinde a los bonistas un nivel de liquidez adecuado a sus necesidades particulares, ni que tal mercado subsistirá en el tiempo. Asimismo, aun si efectivamente llegara a desarrollarse un mercado para los bonos de titulización, estos podrían negociarse a un precio descontado con respecto a su valor nominal.

5.3.8. Representación de los valores mediante anotaciones en cuenta y el régimen relativo a su titularidad

Los Bonos de Titulización a decisión del Inversionista Institucional podrán estar representados en anotaciones en cuenta e inscritos en el registro contable de CAVALI. Los suscriptores de los prospectos marco no se responsabilizan por la actuación de CAVALI respecto del adecuado registro de la titularidad de los Bonos de Titulización.

5.3.9. Posibilidad de modificación de las cláusulas del fideicomiso

El acto constitutivo prevé que las condiciones iniciales de la titulización puedan ser modificadas por acuerdo entre el Originador y el Fiduciario, según lo estimen necesario para el desarrollo de las operaciones del patrimonio fideicometido, un inversionista podría verse obligado a aceptar estas modificaciones sin que necesariamente esté de acuerdo.

5.3.10. Riesgo tributario

No puede asegurarse que las normas tributarias reglamentarias a estos procesos no sean modificadas durante el plazo de vigencia de los Bonos establecidos en el contrato.

5.3.11. Factores de Riesgo relativos a los instrumentos subyacentes

Los factores de riesgo relativos a los instrumentos subyacentes serán aquellos que se especifiquen en cada prospecto complementario correspondiente para cada emisión.

5.4. Marco Normativo

El marco normativo sobre el cual se desarrolla el procedimiento de los bonos titulizados se enmarca en lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, TUO Decreto Supremo N° 093-2002-EF, sobre fideicomisos de titulización- Capítulo III, artículos del 301 al 332, en concordancia con el Reglamento de titulización de Activos, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 0001-1997 (publicado el 09/01/1997).

En este cuerpo normativo se regula a algunos de los agentes participantes del proceso de titulización, dentro de estos participantes tenemos a los Fondos de Inversión, cuya regulación específica se encuentra en la Ley de fondos de inversión y sus sociedades administradoras, Decreto Legislativo N° 862 y normas modificatorias, así como su respectivo Reglamento, aprobado por Resolución N° 029-2014-SMV-01 y normas modificatorias.

Asimismo, en el Anexo 1 del reglamento de Mercado de Inversionistas Institucionales- Resolución de Superintendencia N° 00021-2013, se establece claramente la relación de inversionistas institucionales como agentes superavitarios para el financiamiento de PYMES, estas últimas se rigen por lo dispuesto en la Ley N° 30056- Ley que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo productivo y el crecimiento empresarial que establece las características y requisitos de estas empresas.

Supletoriamente, la emisión, colocación, negociación, redención, rescate y demás formalidades y requisitos de los bonos titulizados se regirán por la Ley de Títulos Valores, Ley N.º 27287, concordancias: Resolución SBS N.º 685-2007 y R. CONASEV N° 062-2007-EF-94.01.1.

Finalmente, el aspecto tributario de los procesos de titulización, se regirán por lo dispuesto en la Ley del Impuesto a la Renta, Ley N° 30898 (Texto Único Ordenado de la ley del Impuesto a la Renta- Decreto Supremo 179-2004-EF) e IGV, Ley N° 30641 (Texto Único Ordenado de la Ley del Impuesto General a las Ventas e Impuesto Selectivo al Consumo, Decreto Supremo N° 055-99-EF).

5.5. Análisis comparativo de resultados: Costos de constitución y administración de un fideicomiso

5.5.1. Comisión de constitución:

Se presentó el esquema planteado a dos Sociedades Titulizadoras, con

quienes se llegó a un costo promedio de USD 1,000.00 (Mil y 00/100 Dólares) más el IGV respectivo, por cada fideicomiso que se constituya bajo la modalidad de Acto Constitutivo, suma que será cancelada por el originador y/o cliente a favor de Sociedad Titulizadora, por adelantado o con los flujos originados de la emisión. Esto permitiría evitar desembolsos previos por parte del cliente o que requiera de liquidez para optar por este mecanismo.

La comisión de constitución implica la elaboración y celebración de los Actos Marcos Constitutivos y/o Actos Complementarios.

El pago de esta comisión no incluye los gastos necesarios para la formalización del contrato de fideicomiso, tales como gastos notariales, registrales, entre otros.

Asimismo, cabe precisar que en caso la Sociedad Titulizadora tenga que revisar y/o suscribir uno o más documentos que no estén incluidos en los párrafos precedentes, EL ORIGINADOR y/o CLIENTE, deberá pagar a favor a la Sociedad Titulizadora un *fee* adicional, el mismo que será negociado en su oportunidad.

5.5.2. Comisión de Administración

Los honorarios correspondientes a los servicios de administración por cada Acto Marco Constitutivo y/o Acto Complementario, se calcularán en base a los activos administrados en el fideicomiso (para los inmuebles se tomará el valor de realización de su informe de tasación), según el siguiente cuadro y con un mínimo anual de USD 2,500.00 más IGV.

La comisión de administración por cada patrimonio constituido, asciende según el activo al; 0.5% + IGV del valor de realización del activo inmueble administrado (VRI) dividido en 12 cuotas, con un mínimo de y con un mínimo anual de USD 2,500.00 más IGV.

TABLA 5.5: Costos de Administración

Activo Administrado	Honorarios
Hasta USD 1 Millón	0.5% + IGV
Hasta USD 1.5 Millones	0.45% + IGV
Hasta USD 2.5 Millones	0.40% + IGV

Fuente: Elaboración Propia

Los pagos serán mensuales y el monto a pagar se calculará tomando el mayor valor entre la tasa correspondiente según el activo administrado más el IGV, dividido entre 12; con un mínimo anual de USD 2,500.00 más IGV.

5.6. Costos asociados Notariales y Registrales

Los costos Notariales que se incurren dependerán del tarifario de cada Notaría, no obstante, para el presente ejercicio se solicitó una cotización con una Notaría de la capital, que brinda servicios de constitución de fideicomisos a diferentes entidades bancarias, financieras, fiduciarias, sociedades tituladoras, entre otras.

Considerando una promesa de operaciones mensuales, se logró un tarifario que incluye la elaboración de la escritura pública y el ingreso a Registros Públicos del título correspondiente:

Por cada Acto Complementario: S/ 1590.00 Soles, más IGV, considerando una escritura pública de un máximo de 40 fojas.

Por cada Acto Constitutivo: S/ 2,500.00 Soles, más IGV, considerando una escritura pública de un máximo de 60 fojas.

Si las escrituras superan el número de fojas indicado, se calculará el costo de la escritura de acuerdo al número de fojas, siendo el costo de S/ 40,00 Soles adicionales por cada foja.

Los costos incluirían un testimonio y un parte notarial y el costo del trámite en los Registros Públicos.

5.7. Costos del Crédito Bancario

Para calcular los costos totales de un crédito bancario se debe incluir en la ecuación la Tasa Efectiva Anual cobrada por la Entidad Financiera, las comisiones, gastos, costos de estructuración y constitución de garantías. Dependiendo de si se trata de: (i) una pequeña, mediana o gran empresa, (ii) monto del préstamo (iv) plazo y (v) finalidad del préstamo, las entidades luego de la evaluación crediticia, legal y de riesgos, requerirán una garantía especial como respaldo ante incumplimiento de pago.

En dicho sentido, la Entidad Financiera, podría requerir una Garantía Mobiliaria

sobre bienes muebles, sobre derechos de cobro o flujos dinerarios, hipoteca inscrita en primer y preferente rango o inclusive, un fideicomiso en garantía y/o de administración de flujos. Asimismo, en caso de recibir un bien inmueble como garantía y dependiendo del apetito de riesgo de la institución, esta podría exigir un Loan to Value (Servicio Deuda/Valor del Inmueble) que podría ser del cuarenta (40%) al noventa por ciento (90%), como se suele requerir en el mercado financiero y que va acorde a los lineamientos que proponemos para nuestro financiamiento estructurado mediante oferta privada.

Para nuestros fines, consideraremos a una pequeña empresa sostenible y con flujos de caja suficientes, que solicita un crédito a mediano o largo plazo (más de 360 días), por un importe de USD 300,000.00 Dólares, para lo cual se le requerirá una hipoteca como primera y preferente garantía que represente un LTV del setenta y cinco por ciento (75%) (riesgo conservador). De lo revisado en el inicio de nuestra tesis, la tasa promedio en el sistema bancario para las pequeñas empresas es de diecisiete punto dieciocho (17.18%), sin considerar las comisiones y gastos de seguro, pudiendo elevar dichos conceptos dicha TCEA, conforme se puede visualizar del simulador adjunto, adicionalmente, los costos notariales y registrales de constitución de hipoteca de un inmueble cuyo valor comercial es de USD 400,000.00 Dólares Americanos, ascendería en promedio a S/ 6,000.00 (dependiendo de la Notaría y de la liquidación registral). Como se puede apreciar, la TCEA final de una operación promedia en el sistema bancario para una pequeña empresa resulta ascendente a 17.52%.

En el presente caso el importe del préstamo asciende a \$ 300,000 a una tasa de cambio Venta SUNAT de fecha 07.02.2020 S/ 3.371.

Tabla 5.6 Datos de Préstamo Bancario Pequeña Empresa

DATOS:	
Tipo de Empresa:	Pequeñas Empresas
Plazo:	Préstamos a más de 360 días
Tasa de interés: (1)	17.18%
Tasa efectiva	0.01330
TCEA	17.52%

Moneda	Sol
Importe del préstamo	1,011,300
Costo de Constitución de Hipoteca:	6,000
Portes	10
Plazo (meses):	60

(1) Tasa promedio publicada por la SBS al 07.02.2020.

RESUMEN DE PAGOS:	
Cuota	S/. 24,570.98
Total, a pagar	S/. 1,480,859.08
Interés total a pagar	S/. 462,959.08

Fuente: Elaboración Propia

5.8.Expectativa de retorno de Inversionista Institucional

Conforme se ha podido verificar en las conversaciones sostenidas con los fondos de inversión y de lo apreciado actualmente en el mercado, dependiendo del riesgo del producto, puede ofrecerse al cliente una TEA final que oscila entre trece (13%) y veinte por ciento (20%), después de la evaluación financiera, crediticia y legal. Dicha tasa incluye los gastos operativos y utilidad de la Sociedad Administradora de Fondo de Inversión, así como la Tasa Interna de Retorno (TIR) que espera el inversionista como contribución por el capital otorgado, que suele oscilar entre un ocho (08%) o diez por ciento (10%), dependiendo de si se trata de un financiamiento en Soles o en Dólares Americanos.

Para un ejercicio práctico, en la presente propuesta consideraremos una TEA de trece por ciento (13%) por un financiamiento a las mismas condiciones que las señaladas en el numeral 5.3. precedente, es decir, un financiamiento a cinco años, con una tasa del 13%, más los costos de constitución y administración del fideicomiso, brindando una TCEA final de 15.01 %, conforme se puede apreciar de la simulación siguiente:

En el presente caso el importe del préstamo asciende a \$ 300,000 a una tasa de cambio Venta SUNAT de fecha 07.02.2020 S/ 3.371.

Tabla N° 5.7 Datos de Titulización Mediana empresa

DATOS	
Fecha de Desembolso	07/02/2020
Fecha de Fin	07/02/2025
Moneda	Dólares
Importe	1,011,300
Plazo (Meses)	60
Periodicidad	Mensual
Tipo de Gracia	Ninguna
Período de Gracia	0
Tasa Préstamo Anual (1)	13%
Tasa efectiva	0.01024
TCEA	15.01%
Costo de constitución:	3,977.78
Admin. Fideicomiso (incluye IGV)	49,722

(1) Tasa promedio publicada por la SBS al 07.02.2020.

RESUMEN DE PAGOS:		
Pre Cuota	S/	22,641.32
Cuota total	S/	23,470.02
Total, a pagar	S/	1,412,178.83
Interés total a pagar	S/	347,179.47

Fuente: Elaboración Propia

Realizando la comparación entre ambos financiamientos, los costos asociados a cada operación se reflejan en la TCEA final pagada por el cliente, arrojando el financiamiento tradicional una TCEA de 17.52% y el financiamiento estructurado mediante la emisión de Bonos Titulizados una TCEA de 15.01%, resultando evidente que la propuesta materia de la presente tesis resultaría más atractiva para una pequeña empresa.

Del mismo modo, una empresa mediana que opte por un financiamiento en el mercado financiero tradicional con las condiciones siguientes: (i) monto por USD 500,000.00 o su equivalente en soles de S/ 1'685,500.00 Soles; (ii) plazo

de cinco años; (iii) constitución de hipoteca por S/ 8,000.00 Soles, (iii) con una tasa promedio de 9.78% y (iv) comisiones y portes regulares, arrojaría una TCEA final de 10.02%, como se puede apreciar del cuadro siguiente:

En el presente caso el importe del préstamo asciende a \$ 500,000 a una tasa de cambio Venta SUNAT de fecha 07.02.2020 S/ 3.371.

Tabla 5.8 Datos Mediana Empresa

DATOS:	
Tipo de Empresa:	Medianas Empresas
Plazo:	Préstamos a más de 360 días
Tasa de interés:	9.78%
Tasa efectiva	0.00781
TCEA	10.02%
Moneda	Sol
Importe del préstamo	1,685,500
Costo de Constitución de Hipoteca:	8,000
Portes	10
Plazo (meses):	60

(1) Tasa promedio publicada por la SBS al 07.02.2020.

RESUMEN DE PAGOS:	
Cuota	S/. 35,289.34
Total a pagar	S/. 2,125,960.51
Interés total a pagar	S/. 431,860.51

Fuente: Elaboración Propia

En el mismo escenario, considerando los costos de constitución de fideicomiso y de administración en la estructura de Bonos Titulizados, a una TEA de doce por ciento (12%) aproximados, la TCEA ascendería a 13.97%, conforme se puede verificar del cuadro siguiente:

En el presente caso el importe del préstamo asciende a S/ 500,000 a una tasa de cambio Venta SUNAT de fecha 07.02.2020 S/ 3.371.

Tabla 5.9 Datos Mediana Empresa Emisión de Bonos

Datos:	
Fecha de Desembolso	07/02/2020
Fecha de Fin	07/02/2029
Moneda	Soles
Importe	1,685,500
Plazo (Meses)	60
Periodicidad	Mensual
Tipo de Gracia	Ninguna
Período de Gracia	0
Tasa Préstamo Anual (1)	12%
Tasa efectiva	0.00949
TCEA	13.97%
Costo de constitución:	3,977.78
Admin. Fideicomiso (incluye IGV)	84,488

(1) Tasa promedio publicada por la SBS al 07.02.2020.

RESUMEN DE PAGOS:		
Pre Cuota	S/	36,972.62
Cuota total	S/	38,380.75
Total a pagar	S/	2,306,822.75
Interés total a pagar	S/	532,856.92

Fuente: Elaboración Propia

En el segundo escenario referido a la mediana empresa, si bien el costo final trasladado al Originador o cliente, es superior en el financiamiento estructurado mediante la emisión de bonos, resulta una opción viable y competitiva en el mercado para empresas que requieran un financiamiento fuera de balance.

5.9. Ventajas y Desventajas de ejecución en caso de Incumplimiento

Si consideramos ambos escenarios presentados, en el sistema financiero tradicional la garantía real más solicitada es la Hipoteca, constituida en primer y preferente rango, por otro lado, en la estructuración de financiamientos mediante oferta privada de Bonos Titulizados, el fideicomiso de titulización es la figura

legal que garantiza el repago de los valores.

Es conocido que por la excesiva carga procesal que mantienen los Juzgados Comerciales, un procedimiento ordinario podría durar entre 03 y 07 años dependiendo de los recursos impugnatorios presentados por las partes y los actos dilatorios que los apoderados legales puedan ingresar. Esto es conocido por las Entidades Financieras, quienes lo consideran en su evaluación al momento de determinar la tasa de interés ofertada al cliente.

No solo se debe de considerar la capacidad y/o voluntad de pago del cliente, sino también las características comerciales que presenta el inmueble otorgado en garantía, dado que, en caso de incumplimiento, la recuperación podría durar años como se ha mencionado, siendo lo ideal es que en dicho lapso el valor del inmueble no se vea deteriorado y que resulte atractivo para terceros al momento de su ejecución vía remate judicial.

Las características del bien inmueble otorgado en garantía resultan un mejorador de la posición del cliente frente a la Entidad Financiera, considerando que, si nos encontráramos en un evento de incumplimiento, el proceso de ejecución demandaría un tiempo excesivo con costos y costas judiciales realmente onerosos. Caso contrario a la figura del fideicomiso de titulización regulada por la Ley de la Superintendencia de Mercado de Valores y su reglamento, que a través de las Sociedades Tituladoras en su calidad de administradores del Patrimonio Fideicometido (constituido por el inmueble en garantía y los flujos de repago) permiten al Inversionista Institucional en su condición de Fideicomisario, ejecutar de manera inmediata y sin trámites procesales o judiciales, el inmueble otorgado en respaldo de las cuotas valores.

En ese sentido, de encontrarse ante un eventual escenario de incumplimiento de pago regulado en el propio Acto Constitutivo, el fideicomisario en cuestión de días – dependiendo de lo acordado en el documento - puede solicitar la ejecución inmediata del inmueble por la vía que considere más oportuna. Teniendo como opciones para su ejecución la negociación directa o venta a favor de terceros, la subasta extrajudicial, la subasta judicial o la adjudicación. De esta manera, la Sociedad Tituladora como entidad imparcial de la relación jurídica establecida

entre el Originador o Deudor y el Inversionista o Fideicomisario, puede, al contar con el dominio fiduciario del inmueble, transferir la propiedad de manera inmediata una vez que se haya realizado el proceso elegido para su ejecución. Constituyéndose como una gran ventaja del fideicomiso frente a la hipoteca ante un escenario de default.

Otra de las diferencias entre ambas garantías, se presenta cuando el cliente o deudor se somete o es sometido a un procedimiento concursal ante INDECOPI. Ante este evento, el propio cliente o un acreedor legitimado puede solicitar al juez que lleva del proceso de ejecución de hipoteca, la suspensión del mismo, del remate o incluso anular la ejecución ya realizada.

Dicha petición podrá ser admitida alegando que después de realizada la publicación todos los acreedores deben de participar en el procedimiento concursal y cobrar conforme al rango de prelación que se les atribuya; o, podría ser desestimada, en caso ya se encuentre en etapa de ejecución y consentido el auto final, considerándose dicha resolución como cosa juzgada. Es decir, el tiempo y estadio del proceso judicial podría determinar que la ejecución quede sin efecto, perdiendo el acreedor la facultad de recuperar su acreencia de manera directa. Por otro lado, tenemos al fideicomiso, y la constitución del patrimonio fideicometido, el cual resulta independiente y autónomo, separando a los bienes fideicometidos de la esfera patrimonial del cliente o deudor y blindándolos de cualquier petición efectuada por un segundo acreedor en la vía judicial y administrativa, preservando de esta forma y manteniendo intacto el derecho del inversionista. Lo señalado se encuentra regulado en el artículo 298 de la Ley de Mercado de Valores.

En el presente documento, hemos regulado solo algunas de las consideraciones más importantes que se deben de considerar al momento de determinar que garantía resulta más eficiente para recuperar la acreencia en caso de incumplimiento de pago. Asimismo, como se ha podido validar, hoy en día los costos asociados a la constitución de un fideicomiso no resultan ser tan onerosos para optar por otra garantía.

CAPÍTULO VI. CONCLUSIONES

6. CONCLUSIONES

- 6.3.Las tasas de interés logradas con el esquema presentado en la presente tesis resultan menores y competitivas ante las tasas ofrecidas por las entidades financieras.
- 6.4.Los bonos generados a partir de la titulización de activos deben ser colocados a inversionistas institucionales mediante oferta privada, lo que facilita el proceso y disminuye costos operativos.
- 6.5. Conforme a lo señalado por las Sociedades Titulizadoras, se encuentran a favor de desarrollar e impulsar este mecanismo de financiamiento, por lo que pueden establecer un tarifario asequible considerando el perfil de la PYME.
- 6.6.La Titulización de Activos permite un ahorro tributario en cuanto al IGV pues la transferencia en dominio fiduciario de los activos, así como su posible retorno al fideicomitente, no se encuentra gravado con dicho impuesto. Asimismo, si hubiese un remanente de crédito fiscal originado en el Patrimonio Fideicometido, este crédito podrá ser utilizado por el fideicomitente al concluir el objeto del fideicomiso.
- 6.7.Al estructurarse la presente propuesta mediante ofertas privadas, no resultaría necesario efectuar una Clasificación de Riesgos que incrementaría los costos de transacción, bastaría efectuar una evaluación crediticia y legal que asegure que los flujos originados por la actividad comercial de la PYME sean suficientes para el repago de la deuda.
- 6.8.Ante un eventual escenario de incumplimiento, el fideicomiso permite liquidar con mayor celeridad y facilita la recuperación efectiva de la acreencia del Inversionista Institucional.
- 6.9.La forma de repago del bono de manera mensual permite a las Pymes honrar el pago de los instrumentos de manera simple y sencilla.

- 6.10. La estructura propuesta en la presente investigación resulta atractiva para los Fondos de Inversión, en la medida que se asegure el repago del financiamiento y el bono se encuentre respaldado por un inmueble en fideicomiso que permita la recuperación inmediata.
- 6.11. Actualmente, las PYMES dependen del financiamiento otorgado por el sistema bancario tradicional, siendo la banca propiamente dicha la que mayor número de colocaciones tiene entre las pequeñas y medianas empresas.
- 6.12. Las entidades estructuradoras resultan ser un puente que facilita la relación de financiamiento entre los Inversionistas Institucionales y las PYME.

7. ANEXOS

7.1. ENTREVISTA N° 01

BLANCO SAFI

Sr. Eduardo Suybate – Gerente de Operaciones

¿Nos podrías comentar un poco acerca de los portafolios de inversión que administra y si tienen alguno dirigido a financiar PYMES?

El portafolio de inversiones de BLANCO SAFI está compuesto por financiamientos otorgados a grandes, medianas y pequeñas empresas. El tiquet promedio de inversiones en estas es de USD 1.5 MM, USD 500K y USD 50K, respectivamente.

Como administradores de inversiones, la empresa encuentra un incentivo en realizar colocaciones a montos elevados porque comercialmente es más atractivo y resulta menos operativo que colocar muchos financiamientos de tickets pequeños. Sin embargo, una meta estratégica es incrementar sosteniblemente la proporción de colocaciones a pequeñas empresas, para lograr la mayor diversificación posible y alcanzar mejores rendimientos para nuestros inversionistas.

¿Qué vehículos de inversión utilizan para el financiamiento de PYMES?

Para los Pymes, el Fondo de Inversión cuenta con un portafolio destinado al financiamiento a corto plazo a través de Factoring, descuentos de letras y confirming. No suelen otorgar financiamientos a mediano o largo plazo por el mayor riesgo de impago y para evitar elevar los costos de estructuración al requerir garantías adicionales.

¿Qué tasas suelen otorgar cuando financian a una PYME? ¿Qué aspectos consideran o evalúan al momento de fijar una tasa?

Las tasas de interés que se aplican a este tipo de productos de corto plazo son en promedio del 20%. La tasa fijada depende de la fortaleza financiera de la PYME, de la calidad de sus clientes (CxC) y del historial de sus avales.

¿Han tenido experiencia invirtiendo o financiando PYMES bajo la figura de la Titulización de Activos o mediante la adquisición de Bonos Titulizados?

De ser positiva la respuesta: **¿Qué aspectos favorables podrían resaltar de dicho vehículo de inversión? ¿Qué aspectos negativos encontraron?**

De ser negativa la respuesta: **¿Por qué no han tenido oportunidad de realizar inversiones a través de la adquisición de Bonos Titulizados?**

No se ha tenido experiencia en financiamientos a mediano o largo plazo en este tipo de segmentos de empresas, debido al mayor riesgo de incobrabilidad. No obstante, de presentarse una estructura de inversión sólida, con un buen análisis de riesgo y expectativa de rápida recuperación en caso de default, podría evaluarse la opción de este tipo de inversiones. Es conocido que el fideicomiso tiene como ventaja su rápida ejecución en caso de incumplimiento. Del mismo modo, el hecho de que los bonos titulizados se encuentren inafectos al IGV, es otra clara ventaja.

¿A qué plazo suelen financiar a las PYMES? ¿Les resultaría atractivo financiar de 05 a 07 años?

Financiar o invertir en bonos a 05 o 07 años, podría resultar muy riesgoso y demanda mucho trabajo operativo de seguimiento y supervisión. Se debe tener en cuenta que la mayoría de

nuestros inversionistas esperan un buen nivel de liquidez en el caso soliciten retirar sus inversiones, lo que se contradice con una inversión de largo plazo. No obstante, podría considerarse cortos o medianos plazos, con posibilidad de renovación para calzar la necesidad de las PYMES con las expectativas de los inversionistas.

¿Tienen una política de evaluación financiera y crediticia establecida específicamente para el financiamiento a PYMES?

Sí, contamos con políticas de evaluación crediticia acuerdo a cada producto financiero en el que invertimos. Dicha política se encuentra supeditada al objetivo de inversión (productos, plazos, concentración) definido en el Reglamento de Participación de cada Fondo de Inversión. A la fecha contamos con más de 20 Fondos de Inversión, algunos de los cuales invierten en sectores y plazos particulares.

¿Qué tipo de garantías se le suele pedir a una PYME? ¿Les bastaría con una garantía real en primer y preferente rango? O solicitarían garantías colaterales adicionales.

Definitivamente una garantía real mejora la posición del cliente. Tener una garantía con las características de un fideicomiso ayuda a reducir el nivel de riesgo de incobrabilidad y con ello a bajar la tasa, pero no asegura el pago, considerando además el tiempo que demora lograr la adjudicación y venta de una garantía real. Por ello, nuestra aprobación del financiamiento depende primero de la solidez del cliente y de una buena capacidad de repago. Las garantías no reales solicitadas son el estándar del sector financiero: aval de los accionistas de la PYME y firma de un Pagaré en respaldo de la línea otorgada.

¿Qué Loan To Value (LTV) suelen requerir al momento de medir la cobertura de la garantía?

Por ahora no solicitan garantías colaterales como respaldo de las inversiones en los productos para PYMES. Las pequeñas empresas no suelen contar con garantías reales, por lo que les ofrecemos líneas de corto plazo para adelanto de sus cuentas por cobrar (factoring), ya que en dicha evaluación prima que los pagadores de dichas cuentas por cobrar sean empresas reconocidas en el mercado. Sin embargo, en los casos en los que se ha contado con garantías reales, hemos procurado que su valor de realización cubra al menos 1.5 veces el monto financiado.

¿A qué sectores económicos suelen financiar? ¿Excluyen alguno en particular?

No excluimos a ningún sector formal de la economía. Sin embargo, establecemos límites a la inversión en algunos sectores dependiendo de la coyuntura económica o cuando nuestro objetivo de colocaciones en dicho sector ha sido alcanzado.

Dentro del análisis realizado, ¿También revisan lo relacionado al sistema de Prevención de Lavados de Activos y Financiamiento de Terrorismo (LAFT)?

Si, se realiza un análisis de Compliance como parte de la evaluación. Además, contamos con un Oficial de Cumplimiento y procesos para prevención de LAFT, de acuerdo a lo requerido por la Superintendencia de Mercado de Valores.

7.2. ENTREVISTA N° 02

LARRAINVIAL SAFI

Sr. NESTOR MOSCOSO – SUBGERENTE DE RIESGOS

¿Nos podrías comentar un poco acerca de los portafolios de inversión que administra y si tienen alguno dirigido a financiar PYMES?

La SAFI cuenta portafolios de inversión destinados a PYMES, en la modalidad de financiamientos estructurados de mediano o largo plazo. Adicionalmente, cuenta con una cartera de financiamiento al sector automotriz. Dentro del portafolio de financiamientos estructurados cuentan con clientes pertenecientes al segmento de las pequeñas empresas, así como entidades recién creadas con proyección de crecimiento pero que pertenecen a un grupo económico con respaldo financiero, cuya matriz o algunas de las empresas vinculadas puedan participar como fiadores solidarios o avales.

¿Qué vehículos de inversión utilizan para el financiamiento de PYMES?

Se utiliza la figura del Bono titulado, el Fondo tiene la condición de público y fue constituido a fines del 2018. A la fecha se tiene un aproximado de 20 operaciones, siendo el cincuenta por ciento de estas destinadas a las pequeñas empresas. Considero que hay mercado para este segmento, pero exige la formalidad de los clientes y una adecuada contabilidad y presentación de sus Declaraciones Juradas a la SUNAT, lo cual resulta a veces complicado por el tipo de clientes.

¿Qué tasas suelen otorgar cuando financian a una PYME? ¿Qué aspectos consideran o evalúan al momento de fijar una tasa?

Solemos otorgar tasas del 13% en Dólares Americanos, que luego se ven incrementadas por los costos asociados, como son los de estructuración y del del fideicomiso. A la fecha no contamos con financiamiento en Soles. De cara a nuestros inversionistas, les ofrecemos a estos una rentabilidad del 09%.

¿Han tenido experiencia invirtiendo o financiando PYMES bajo la figura de la Titulización de Activos o mediante la adquisición de Bonos Titulizados?

De ser positiva la respuesta: **¿Qué aspectos favorables podrían resaltar de dicho vehículo de inversión? ¿Qué aspectos negativos encontraron?**

De ser negativa la respuesta: **¿Por qué no han tenido oportunidad de realizar inversiones a través de la adquisición de Bonos Titulizados?**

Como te menciono, si tenemos financiamientos estructurados bajo esta modalidad, los puntos en contra de esta estructura serían los altos costos de constitución. Lo favorable es que resulta ser una figura flexible y de rápida recuperación en caso de default. Por la vida del Fondo, no hemos tenido a la fecha oportunidad de ejecuciones, pero este tipo de garantías nos respalda plenamente.

¿A qué plazo suelen financiar a las PYMES? ¿Les resultaría atractivo financiar de 05 a 07 años?

El plazo se encuentra sujeto a evaluación del fondo, básicamente, el plazo va depender mucho de la duración de éste, inicialmente las operaciones fueron estructuradas a un plazo de 84 meses, no obstante, hoy, al haber transcurrido un año desde la constitución del fondo, los financiamientos salen por un plazo máximo de 72 meses e irá bajando consecutivamente.

¿Tienen una política de evaluación financiera y crediticia establecida específicamente para el financiamiento a PYMES? Sí, nuestra experiencia en la evaluación crediticia y de riesgo es bancaria, por lo que aplicamos los mismos criterios de la banca. Lo cual nos ayuda al momento

de hacer el análisis sin necesidad de recurrir a una clasificatoria de riesgos.

¿Qué tipo de garantías se le suele pedir a una PYME? ¿Les bastaría con una garantía real en primer y preferente rango? O solicitarían garantías colaterales adicionales.

Por la naturaleza de los financiamientos, básicamente trabajamos con los fideicomisos en titulación, esperando siempre la constitución en un primer y preferente rango.

¿Qué Loan To Value (LTV) suelen requerir al momento de medir la cobertura de la garantía?

En promedio consideramos para las operaciones un LTV aproximado del 70%. Claro que dentro del análisis crediticio, preponderamos en un 70% la capacidad y flujo de repago y en un 30% la garantía.

¿A qué sectores económicos suelen financiar? ¿Excluyen alguno en particular?

A todos los rubros, aunque tenemos límites de inversión por cada rubro. No obstante, no consideramos algunos por temas reputacionales como los casinos, colegios, etc.

Dentro del análisis realizado, ¿También revisan lo relacionado al sistema de Prevención de Lavados de Activos y Financiamiento de Terrorismo? Sí, hacemos un análisis de Compliance, revisado por la SAFI, SAB Y APB, del grupo LarrainVial.

7.3. ENTREVISTA N° 03

TRUST SOCIEDAD TITULIZADORA

Sra. JANINA CASTRO – GERENTE LEGAL

¿Cuál es el perfil de empresas emisoras que usualmente optan por el Fideicomiso de Titulización como mecanismo de financiamiento?

Constructoras / Sociedades que buscan financiamiento a mediano plazo a través del mercado de valores.

¿Cuáles serían las ventajas de optar por el Fideicomiso de Titulización para la búsqueda de Financiamiento?

Principalmente, otorgar una garantía como lo es el Patrimonio Fideicometido en una titulización, de ejecución inmediata que puede resultar interesante para los inversionistas, toda vez que, en caso de incumplimiento, la recuperación de su inversión se obtiene en el corto plazo.

**¿Cuáles serían las consideraciones a evaluar para optar por una Oferta Pública o Privada?
¿Cuál resultaría más accesible y menos onerosa?**

El público o inversionista objetivo, la oferta Privada es menos onerosa, es más rápida y es más segura por cuanto se trabaja únicamente con inversionistas institucionales, quienes por sus características, conocen el mercado de valores y eso permite total transparencia.

¿Has visto casuística sobre PYMES que han obtenido financiamiento mediante LOS Fideicomisos de titulización?

Sí, hemos participado de algunas estructuraciones de este tipo.

¿Resulta costoso u oneroso optar por este mecanismo para la obtención de financiamiento?

Sí, resulta costoso. El fideicomiso de titulización de activos genera gastos de estructuración, comisión de administración mensual, en algunos casos comisiones de colocación, sin contar con otros gastos que puedan generarse como consecuencia de la estructura. Pero todos estos costos tienen como finalidad canjear un activo fijo por, liquidez inmediata, sin perder la propiedad de lo transferido al fideicomiso.

¿Por qué podría considerarse que a la fecha no ha sido explotado por las PYMES el Fideicomiso de Titulización?

Por costos y por no contar con garantías (activos) suficientes que hagan atractiva la inversión desde el punto de vista del inversionista.

¿Consideras que puede resultar atractivo para un Inversionista Institucional invertir o adquirir Bonos emitidos por PYMES?

Depende de la estructura. La garantía o bienes fideicometidos deben cubrir por lo menos 2 a 1 la inversión. Si la estructura considera como bienes fideicometidos, activos de rápida ejecución en caso de incumplimiento, y que generen los ingresos suficientes para el repago, es una inversión

bastante atractiva.

¿Qué garantías puede otorgar la PYME al Inversionista para asegurar el repago?

Proyecciones del flujo de ingresos. Tipo de garantía, activos fijos que al explotarlos cubran los gastos propios del fideicomiso y el repago.

¿Es necesario incurrir en los costos de una clasificadora de riesgos para evaluar el Bono Titulizado?

Obligatoriamente, cuando se trate de una oferta pública. En caso de oferta privada dependerá del originador y/o de los inversionistas. Hay que tener mucho cuidado al momento de la colocación de los bonos, esto debido a que cualquier difusión de la colocación podría entenderse como masiva, vulnerando el derecho de las personas y calificando la emisión como pública. Es necesario, hacer la debida diligencia de cada uno de los inversionistas institucionales.

¿Consideras que hay puntos que mejorar en la legislación actual que permita o facilite este tipo de inversiones?

La legislación actual es bastante flexible sin dejar de proteger a los inversionistas. Desde el punto de vista del fiduciario, entiendo que sí podrían existir algunos cambios que ayuden a maximizar el número de operaciones o titulizaciones a administrar.

7.4. ENTREVISTA N° 04

ACRES SOCIEDAD TITULIZADORA

Sr. MARTIN VALDEIGLESIAS – GERENTE GENERAL

¿Cuál es el perfil de empresas emisoras que usualmente optan por el Fideicomiso de Titulización como mecanismo de financiamiento?

Recordemos primero que los fideicomisos de titulización permiten encapsular los activos que usualmente servirán con garantía y medio de pago. En ese sentido, las empresas que desean desarrollar Project Finance tienen interés en este tipo de esquemas. Asimismo, empresas que deseen reducir su riesgo como contraparte en una operación también ven este esquema como interesante.

Desde la perspectiva del tamaño de las empresas, tradicionalmente, las medianas y grandes son las que usualmente optan por este tipo de operaciones, debido básicamente a los costos altos de administración.

Sin perjuicio de lo anterior, desde mediados del 2018 hemos sacado al mercado productos de titulización para PYMES, buscando estandarizar el vehículo -con el fin de reducir costos- e incluyendo mejoradores como aseguradoras. A la fecha, la demanda por estos productos viene creciendo de forma exponencial.

¿Cuáles serían las ventajas de optar por el Fideicomiso de Titulización para la búsqueda de Financiamiento?

Para los inversionistas:

- Con el aporte de los activos al fideicomiso, éstos salen de la esfera patrimonial del originador, con lo cual pasan a respaldar de forma exclusiva los valores que emita el fiduciario.
- El aporte no puede ser declarado nulo ni ineficaz, una vez se emitan valores mobiliarios.
- En caso de incumplimiento, la ejecución de los activos es extrajudicial.
- A diferencia del fideicomiso bancario, no tiene el periodo de sospecha de 6 meses.
- Es un vehículo sumamente flexible que se acomoda a cualquier tipo de operación.

¿Cuáles serían las consideraciones a evaluar para optar por una Oferta Pública o Privada? ¿Cuál resultaría más accesible y menos onerosa?

Con una oferta pública lo que se busca es que se pueda publicitar la colocación por medios masivos y los valores pueden ser adquiridos por cualquier tipo de persona.

Con una oferta privada, en la colocación solo pueden participar inversionistas institucionales, y el evento no se puede publicitar por medios masivos.

Respecto a los costos, la oferta pública es más costosa y requiere de mayor tiempo para su implementación. La norma exige que el patrimonio tenga EEFF auditados y clasificaciones de riesgo, incrementando el costo de la operación. Asimismo, la SMV tiene que aprobar los prospectos de emisión, lo cual hace que la implementación demore mucho más que una oferta privada.

¿Has visto casuística sobre PYMES que han obtenido financiamiento mediante LOS Fideicomisos de titulización?

Efectivamente, desde la salida al mercado de los nuevos productos en el 2018, más de la mitad de nuestros clientes son PYMES.

¿Resulta costoso u oneroso optar por este mecanismo para la obtención de financiamiento?

No. Si el producto está bien estructurado, la reducción del riesgo impacta en la tasa de interés para el inversionista. Esa reducción es usualmente mayor al costo que representa la administración del fideicomiso.

¿Por qué podría considerarse que a la fecha no ha sido explotado por las PYMES el Fideicomiso de Titulización?

Debido al poco conocimiento del mercado que sigue dando por hecho que estos vehículos son excesivamente caros. Sin embargo, con los productos ya en funcionamiento para este segmento, estamos seguros que pronto este tipo de vehículos será una opción común para las PYMES.

¿Consideras que puede resultar atractivo para un Inversionista Institucional invertir o adquirir Bonos emitidos por PYMES?

No es usual que los institucionales grandes evalúen operaciones para PYMES, sin embargo, pueden invertir a través de un fondo de inversión que se especialice en evaluar a las PYMES.

¿Qué garantías puede otorgar la PYME al Inversionista para asegurar el repago?

Lo usual es que se aporten a los fideicomisos flujos futuros, bienes muebles e inmuebles, y mejoradores como aseguradoras y fianzas solidarias.

¿Es necesario incurrir en los costos de una clasificadora de riesgos para evaluar el Bono Titulizado?

Para una oferta privada no es necesario, pero sí el documento ayuda mucho a la hora de identificar a los inversionistas.

¿Consideras que hay puntos que mejorar en la legislación actual que permita o facilite este tipo de inversiones?

De todas maneras, hay puntos que requieren una mejora inmediata para que el mercado pueda seguir creciendo. Las más importantes son:

- Que las emisiones se puedan realizar a través del MAV.
- Que el fideicomiso de titulización sea incluido como garantía específica dentro de las garantías del MAV.
- Que el esquema de sobrecostos producto de las exigencias de la SMV se reduzca, tomando como ejemplo las exigencias del fiduciario bancario con la SBS.

Les sugiero que revisen un breve artículo que elaboré sobre este tema para pro capitales:

https://www.linkedin.com/posts/lucho-terrones-m_2019-10-revista-procapitales-art%C3%ADculo-martin-activity-6593152661263044608-SY6W

7.5.Datos de Préstamo bancario Pequeña Empresa

DATOS:	
Tipo de Empresa:	Pequeñas Empresas
Plazo:	Préstamos a más de 360 días
Tasa de interés: (1)	17.18%
Tasa efectiva	0.01330
Moneda	Sol
Importe del préstamo	S/ 1,011,300.00
Costo de Constitución de Hipoteca:	S/ 6,000.00
Portes	S/ 10.00
Plazo (meses):	60
TCEA	17.52%
TIR	1.35%

RESUMEN DE PAGOS:	
Cuota	S/. 24,570.98
Total a pagar	S/. 1,480,859.08
Interés total a pagar	S/. 462,959.08

CRONOGRAMA DE PAGOS							
Nº	Capital S/	Interés S/	Amortiz. S/	Costo de Constit. de Hipoteca S/	Portes S/	Total Cuota S/	Saldo Amortizado S/
0	1,011,300.00			6,000.00		6,000.00	1,011,300.00
1	1,011,300.00	13,449.70	11,121.29		10.00	24,580.98	1,000,178.71
2	1,000,178.71	13,301.79	11,269.19		10.00	24,580.98	988,909.52
3	988,909.52	13,151.92	11,419.07		10.00	24,580.98	977,490.45
4	977,490.45	13,000.05	11,570.94		10.00	24,580.98	965,919.51
5	965,919.51	12,846.16	11,724.82		10.00	24,580.98	954,194.69
6	954,194.69	12,690.23	11,880.76		10.00	24,580.98	942,313.94
7	942,313.94	12,532.22	12,038.76		10.00	24,580.98	930,275.17
8	930,275.17	12,372.11	12,198.87		10.00	24,580.98	918,076.30
9	918,076.30	12,209.88	12,361.11		10.00	24,580.98	905,715.19
10	905,715.19	12,045.48	12,525.50		10.00	24,580.98	893,189.69
11	893,189.69	11,878.90	12,692.09		10.00	24,580.98	880,497.60
12	880,497.60	11,710.10	12,860.88		10.00	24,580.98	867,636.72
13	867,636.72	11,539.06	13,031.93		10.00	24,580.98	854,604.80
14	854,604.80	11,365.74	13,205.24		10.00	24,580.98	841,399.55
15	841,399.55	11,190.12	13,380.86		10.00	24,580.98	828,018.69
16	828,018.69	11,012.16	13,558.82		10.00	24,580.98	814,459.87
17	814,459.87	10,831.84	13,739.15		10.00	24,580.98	800,720.72
18	800,720.72	10,649.12	13,921.87		10.00	24,580.98	786,798.85
19	786,798.85	10,463.96	14,107.02		10.00	24,580.98	772,691.83

CÁLCULO TIR		
Ingreso S/	Egreso S/	Flujo Neto S/
1,011,300.00	(6,000.00)	1,005,300.00
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)
	(24,580.98)	(24,580.98)

7.6.Datos Titulización Pequeña Empresa

DATOS	
Fecha de Desembolso	07/02/2020
Fecha de Fin	07/02/2025
Moneda	Sol
Importe	S/ 1,011,300.00
Plazo (Meses)	60
Periodicidad	Mensual
Tipo de Gracia	Ninguna
Período de Gracia	0
Tasa Préstamo Anual	13.00%
Tasa efectiva	0.01024
Costo de constitución:	S/ 3,977.78
Admin. Fideicomiso (incluye IGV)	S/ 49,721.58
TCEA	15.01%
TIR	1.17%

RESUMEN DE PAGOS:	
Cuota total	S/ 23,470.02
Total a pagar	S/ 1,412,178.83
Interés total a pagar	S/ 347,179.47

CRONOGRAMA DE PAGO							
Nº	Saldo Capital S/	Amort. S/	Interés S/	Pre cuota S/	Costo de constit. S/	Adm. Fideic. S/	Total Cuota S/
0	1,011,300.00	0.00	0.00	0.00	3,977.78		3,977.78
1	1,011,300.00	12,288.80	10,352.52	22,641.32		828.69	23,470.02
2	999,011.20	12,414.60	10,226.72	22,641.32		828.69	23,470.02
3	986,596.59	12,541.69	10,099.64	22,641.32		828.69	23,470.02
4	974,054.90	12,670.08	9,971.25	22,641.32		828.69	23,470.02
5	961,384.83	12,799.78	9,841.55	22,641.32		828.69	23,470.02
6	948,585.05	12,930.81	9,710.52	22,641.32		828.69	23,470.02
7	935,654.24	13,063.18	9,578.15	22,641.32		828.69	23,470.02
8	922,591.07	13,196.90	9,444.42	22,641.32		828.69	23,470.02
9	909,394.16	13,332.00	9,309.33	22,641.32		828.69	23,470.02
10	896,062.16	13,468.48	9,172.85	22,641.32		828.69	23,470.02
11	882,593.69	13,606.35	9,034.97	22,641.32		828.69	23,470.02
12	868,987.34	13,745.64	8,895.69	22,641.32		828.69	23,470.02
13	855,241.70	13,886.35	8,754.98	22,641.32		828.69	23,470.02
14	841,355.35	14,028.50	8,612.82	22,641.32		828.69	23,470.02
15	827,326.85	14,172.11	8,469.22	22,641.32		828.69	23,470.02
16	813,154.74	14,317.19	8,324.14	22,641.32		828.69	23,470.02
17	798,837.56	14,463.75	8,177.58	22,641.32		828.69	23,470.02
18	784,373.81	14,611.81	8,029.51	22,641.32		828.69	23,470.02
19	769,762.00	14,761.39	7,879.93	22,641.32		828.69	23,470.02
20	755,000.61	14,912.50	7,728.82	22,641.32		828.69	23,470.02

CÁLCULO TIR		
Ingreso S/	Egreso S/	Flujo Neto S/
1,011,300.00	(3,977.78)	1,007,322.22
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)
	(23,470.02)	(23,470.02)

CRONOGRAMA DE PAGO								CÁLCULO TIR		
Nº	Saldo Capital S/	Amort. S/	Interés S/	Pre cuota S/	Costo de constit. S/	Adm. Fideic. S/	Total Cuota S/	Ingreso S/	Egreso S/	Flujo Neto S/
21	740,088.11	15,065.16	7,576.17	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
22	725,022.95	15,219.38	7,421.95	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
23	709,803.57	15,375.18	7,266.15	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
24	694,428.40	15,532.57	7,108.76	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
25	678,895.83	15,691.57	6,949.75	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
26	663,204.25	15,852.21	6,789.12	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
27	647,352.05	16,014.48	6,626.84	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
28	631,337.56	16,178.42	6,462.90	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
29	615,159.14	16,344.04	6,297.29	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
30	598,815.11	16,511.35	6,129.98	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
31	582,303.76	16,680.37	5,960.95	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
32	565,623.39	16,851.13	5,790.20	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
33	548,772.26	17,023.63	5,617.70	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
34	531,748.63	17,197.90	5,443.43	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
35	514,550.74	17,373.95	5,267.38	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
36	497,176.79	17,551.80	5,089.52	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
37	479,624.99	17,731.48	4,909.85	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
38	461,893.51	17,912.99	4,728.33	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
39	443,980.51	18,096.37	4,544.96	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
40	425,884.15	18,281.61	4,359.71	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
41	407,602.53	18,468.76	4,172.56	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
42	389,133.77	18,657.82	3,983.50	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
43	370,475.95	18,848.82	3,792.50	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
44	351,627.13	19,041.77	3,599.55	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
45	332,585.36	19,236.70	3,404.62	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
46	313,348.66	19,433.62	3,207.70	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
47	293,915.04	19,632.56	3,008.76	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
48	274,282.47	19,833.54	2,807.79	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
49	254,448.94	20,036.57	2,604.75	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
50	234,412.37	20,241.68	2,399.64	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
51	214,170.68	20,448.89	2,192.43	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
52	193,721.79	20,658.22	1,983.10	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
53	173,063.57	20,869.70	1,771.62	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
54	152,193.87	21,083.34	1,557.98	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
55	131,110.53	21,299.17	1,342.16	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
56	109,811.36	21,517.20	1,124.12	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
57	88,294.16	21,737.47	903.85	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
58	66,556.69	21,959.99	681.33	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
59	44,596.69	22,184.80	456.53	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
60	22,411.90	22,411.90	229.43	22,641.32		828.69	23,470.02		(23,470.02)	(23,470.02)
									TIR:	1.17%
									TCEA	0.1500

7.8.Datos Titulización Mediana Empresa

DATOS	
Fecha de Desembolso	07/02/2020
Fecha de Fin	07/02/2029
Moneda	Soles
Importe	S/ 1,685,500.00
Plazo (Meses)	60
Periodicidad	Mensual
Tipo de Gracia	Ninguna
Período de Gracia	0
Tasa Préstamo Anual (1)	12%
Tasa efectiva	0.00949
Costo de constitución:	S/ 3,977.78
Admin. Fideicomiso (incluye IGV)	S/ 84,488.05
TCEA	13.97%
TIR	1.10%

RESUMEN DE PAGOS:	
Cuota total	S/ 38,380.75
Total a pagar	S/ 2,306,822.75
Interés total a pagar	S/ 532,856.92

CRONOGRAMA DE PAGO								CÁLCULO TIR		
Nº	Saldo Capital S/	Amort. S/	Interés S/	Pre cuota S/	Costo de constit. S/	Adm. Fideic. S/	Total Cuota S/	Ingreso S/	Egreso S/	Flujo Neto S/
0	1,685,500.00	0.00	0.00	0.00	3,977.78		3,977.78	1,685,500.00	(3,977.78)	1,681,522.22
1	1,685,500.00	20,979.25	15,993.36	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
2	1,664,520.75	21,178.32	15,794.29	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
3	1,643,342.42	21,379.28	15,593.34	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
4	1,621,963.14	21,582.14	15,390.47	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
5	1,600,381.00	21,786.93	15,185.68	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
6	1,578,594.07	21,993.66	14,978.95	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
7	1,556,600.41	22,202.36	14,770.26	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
8	1,534,398.05	22,413.03	14,559.59	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
9	1,511,985.02	22,625.70	14,346.91	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
10	1,489,359.32	22,840.39	14,132.22	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
11	1,466,518.92	23,057.12	13,915.49	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
12	1,443,461.80	23,275.91	13,696.71	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
13	1,420,185.90	23,496.77	13,475.85	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
14	1,396,689.13	23,719.72	13,252.89	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
15	1,372,969.41	23,944.79	13,027.82	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
16	1,349,024.62	24,172.00	12,800.62	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
17	1,324,852.62	24,401.36	12,571.25	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
18	1,300,451.25	24,632.90	12,339.71	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
19	1,275,818.35	24,866.64	12,105.98	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
20	1,250,951.71	25,102.59	11,870.02	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
21	1,225,849.12	25,340.79	11,631.83	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
22	1,200,508.33	25,581.24	11,391.37	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)
23	1,174,927.09	25,823.98	11,148.64	36,972.62		1,408.13	38,380.75		(38,380.75)	(38,380.75)

8. BIBLIOGRAFÍA

- ACRES Sociedad Titulizadora (2018) Fideicomisos de Titulización. Recuperado de <<https://www.acres.com.pe/single-post/Una-alternativa-de-financiamiento-que-pocos-conocen/>>
- Alcázar, Rafael (2015) en Ius Et Verites, Universidad de Lima, recuperado de <[file:///C:/Users/DELL/Downloads/15746-Texto%20del%20art%C3%ADculo-62562-1-10-20161128%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/DELL/Downloads/15746-Texto%20del%20art%C3%ADculo-62562-1-10-20161128%20(1).pdf)>
- Aldava Pretell, Carlos Pretell (2013) “Créditos Bancarios – PYMES Caso de Estudio”. Universidad Privada del Norte, Lima.
- ANDINA (2019) “El 91% de la pyme peruana posee al menos un producto financiero empresarial”. <https://andina.pe/agencia/noticia-el-91-de-pyme-peruana-posee-al-menos-un-producto-financiero-empresarial-761179.aspx> (05/01/2020; 20:17 horas).
- Anuario Estadístico Industrial, Mipyme y Comercio Interno 2017 (2017) Recuperado de file:///C:/Users/DELL/Downloads/Anuario_Estadistico_Industrial_Mipyme_y_Comercio_Interno_2017.pdf
- Arias Schreiber Pezet, Max (2011) “Exégesis del Código Civil peruano de 1984: tomo 2: contratos nominados”. Lima: Gaceta Jurídica S.A.
- ASBANC – Memoria Anual 2018.
- Banco Central de Reserva del Perú (2019) “Reporte de Estabilidad Financiera – edición noviembre 2018”. <https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/ref-noviembre-2018.pdf> (18/01/2020; 16:03 horas)
- BANCOLDEX, 2013, “Informe de la Junta Directiva y del presidente de la Asamblea General de Accionistas 2012”, Bogotá, Colombia.
- BANCO DE CRÉDITO DEL PERÚ (2019) “Financiamiento”. <https://www.viabcp.com/pymes/financiamiento> (05/01/2020; 22:31 horas).
- Banco Mundial (2008), “Colombia, Financiamiento Bancario para las Pequeñas y Medianas Empresas (Pymes)”. Washington, D.C.
- Blanco, Carlos y Ramón, Aragonés, José (2000) Valor en Riesgo: Aplicación a la Gestión Empresarial, Ediciones Pirámide. Madrid, pág. 37.
- Benavides, X. (2011) “Extensión de la hipoteca en cuanto al crédito”. Lima: Gaceta Jurídica.

- Bartet Delgado, R.; Coral Alegre, P.; Fernández Chávez, S. & Rodríguez Gutiérrez, Diana (2017) “Planeamiento Estratégico del Sistema de Sociedades Titulizadoras del Perú”. (Tesis de maestría, Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú) Recuperado de <file:///C:/Users/DELL/Downloads/BARTET_CORAL_PLANEAMIENTO_TITULIZADORAS.pdf>
- Barrantes R (2014), “Investigación: Un Camino al Conocimiento con un Enfoque Cualitativo, Cuantitativo y Mixto”. Editorial Euned, San José de Costa Rica.
- Basallo Ramos, Carlos Alberto (2012) “Tratamiento Tributario del Fideicomiso de Titulización”. Lima: THEMIS Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- BOLSA DE VALORES DE LIMA (2019) “¿Qué es el MAV?” <https://www.bvl.com.pe/mav/> (07/03/2020; 10:26 horas).
- Cámara de Comercio de Lima (2019). MYPES con poco acceso al financiamiento. Recuperado de <http://camaralima.org.pe/repositorioapps/0/0/par/iedep-revista/la%/20/camara-23-04-19.pdf>
- Castro Quezada, Emma (2011) “Riesgos a los que se enfrentan las entidades bancarias en el Perú”. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos.
- Chanamé, Raúl (2016) “Diccionario Jurídico Moderno”. Lima: Grupo Lex. Décima edición.
- CHU, Manuel (2006) “Fundamentos de Finanzas-Un Enfoque Peruano”. Lima: Cuarta Edición.
- Circulante (2017) “Descuento comercial y factoring: diferencias que quizá no sabes”. <https://circulante.com/finanzas-cadena-de-suministro/descuento-comercial-factoring-diferencias-no-sabes/> (15/01/2020; 05:45 horas).
- COFIDE (2018) “Fondo de Apoyo Empresarial a las MYPE”. <https://www.cofide.com.pe/COFIDE/noticia/94/cofide-maas-de-20-aanos-generando-confianza-y-desarrollo-mediante-nuestro-servicio-fiduciario>.
- Contrato de Fideicomiso entre el Ministerio de Agricultura y COFIDE para la administración del fondo de seguro agropecuario
- Córdova Arce, A. (2000) “Régimen tributario del fideicomiso de titulización de activos”. Lima: Revista Derecho Tributario de la Pontificia Universidad Católica del Perú. N° 41.

- Cruces Larco, Claudio (2018) “Los fideicomisos de titulación privada como mecanismo para el fraude a los acreedores” (Tesis de maestría, Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú) Recuperado de [http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/20.500.12404/14240/Cruces_Larco_Fideicomisos_titulizaci%
c3%b3n_privada1.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/20.500.12404/14240/Cruces_Larco_Fideicomisos_titulizaci%c3%b3n_privada1.pdf?sequence=1&isAllowed=y)>
- Dávila Broncano, Rosa Liliana (2018). “Mercado y conductas anticompetitivas”. Lima: Revista Ius et Praxis, Revista de la Facultad de Derecho N° 48-49.
- Decreto Legislativo N° 1400 - Decreto Legislativo que aprueba el Régimen de Garantía Mobiliaria.
- De Soto, Hernando (2011) – Sistema Financiero Peruano.
- Del Castillo Zegarra, Edgar (2019) “Intermediación Financiera y crecimiento económico departamental en el Perú entre los años 2007 al 2016”. Lima: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
- Del Pozo Cruz, Santiago (2018) “Ventajas y Desventajas de un intermediario financiero” https://www.iahorro.com/ahorro/educacion-financiera/ventajas_y_desventajas_de_un_intermediario_financiero.html (06/01/2020; 05:35 horas).
- Diario Gestión (2018) “Fondos de Inversión”. Recuperado de <https://gestion.pe/economia/mercados/fondos-inversion-administran-patrimonio-superior-us-4-000-millones-mercado-local-227505-noticia/>>
- Diez Picazo Luis y Gullón, Antonio (2018) “Sistema de Derecho Civil”. Editorial Tecnos, Lima
- Eco-finanzas (2015) “Intermediación Financiera”. https://www.eco-finanzas.com/diccionario/I/INTERMEDIACION_FINANCIERA.htm (03/01/2020; 20:43 horas).
- Enrique, J. (2003) “Titulización de activos en el Perú “– Lima: Universidad del Pacífico Centro de Lima 11. Recuperado de <https://core.ac.uk/download/pdf/51208829.pdf>>
- Enterprise Surveys (2010) “The World Bank”. Recuperado de <http://www.enterprisesurveys.org>
- Estudio Académico de la Comisión de Derecho Mercantil (2016) Recuperado de <file:///C:/Users/DELL/Downloads/14965-Texto%20del%20art%C3%ADculo-59360-2-10-20160701.pdf>>
- Estudio Echeopar. (2014). “Titulización de activos”. Lima, Perú

- Eva Catarineu y Daniel Pérez (2008). “La Titulización de activos por parte de las Entidades de Crédito: Modelo Español en el Contexto Internacional y el Tratamiento desde el Punto de Vista de la Regulación”. Revista Estabilidad Financiera, Banco de España, Madrid
- Fernández Baca, Jorge (2009). “Mercados financieros Instituciones e instrumentos”. Lima, Vol I Fondo Editorial, Universidad del Pacífico.
- FOGAPI (2019) “Nuestros Productos”. Recuperado de <https://www.fogapi.com.pe/nuestros-productos.html> (11/01/2020; 09:12 horas).
- González Linares, N (2012). “Derecho civil patrimonial: Derechos reales, 2da edición”. Lima: Jurista Editores
- Gutiérrez, Omar (2018). “Funcionamiento del Mercado de Valores. Material del curso Mercado de Valores”, Programa Maestría de Finanzas y Derecho Corporativo, dictado en la Universidad ESAN, Lima.
- Hernández Canelo, Rafael (2014) “Derecho Romano. Historia e Instituciones”. Lima: Jurista Editores.
- Herrera Castro, Armando (2010) “Financiamiento de viviendas a través del Mercado de capitales: DESARROLLO DE FONDOS DE INVERSIÓN INMOBILIARIA”. Capitales. Vol. 3 No. 21. Lima
- Informe SUNAT N° 144-2019-SUNAT / 7T0000. Recuperado de www.sunat.gob.pe
- Inofuente Sooncco, Roxana (2015) “Mercado Financiero y de Valores”. <https://es.calameo.com/read/00410484925a54961a692> (03/01/2020; 20:08 horas).
- IUS ET VERITAS (2011) “Compendio de Mercado de Valores”, Lima
- Javier Alvarado (2001). “El financiamiento Informal en el Perú”. Lima, COFIDE
- Javier Alvarado y Francisco Galarza (2003): Informe final presentado al CIES / Red de Microcrédito, Género y Pobreza – Centro Peruano de Estudios Sociales CEPES: Los fondos de garantía para el acceso al crédito en el Perú: alcances y limitaciones.
- Jesús Tong y Enrique Díaz (2003), “Titulización de Activos en el Perú”. Lima, Universidad del Pacífico.
- Kuan Veng, Andrés y Pizarro Aranguren, Luis (2016) “Liquidando las garantías reales tradicionales”. Lima: Revista IUS et Veritas Pontificia Universidad Católica del Perú. N° 17.

- La Fiduciaria (2019) “Tipos de Fideicomisos”. Recuperado de <<http://www.lafiduciaria.com.pe>>
- Lama More, Héctor Enrique (2012) “Garantías en títulos valores”. Lima: Revista Oficial del Poder Judicial: Año 6-7, N° 8 y 9.
- Larraga, P., & Peña, I. (2008). “Introducción. En O. Elvira, & X. Brun (Eds.), Conocer los productos financieros de inversión colectiva: Tipos de fondos y sociedades de inversión, fondos de gestión alternativa, análisis y selección Barcelona”: Editorial Bresca. Barcelona
- Lazo Navarro, Jorge (2007). “Una Visión General Sobre la Titulización de activos en el Perú”, Lima: THEMMIS, N° 54
- Ley N° 26702 - Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros.
- Ley N° 30056- Ley que modifica diversas leyes para facilitar la inversión, impulsar el desarrollo productivo y el crecimiento empresarial (2013) Recuperado de <<https://busquedas.elperuano.pe/normaslegales/ley-que-modifica-diversas-leyes-para-facilitar-la-inversion-ley-n-30056-956689-1/>>
- Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo No 861 (2013) Recuperado de <<https://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores.pdf>>
- Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras Decreto Legislativo N° 862. (2016) Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/uploads/Ley_FondosInversion1.pdf>
- Loncharich, Ivanna (2018). Titulización de Activos. Material del curso Diseño de Fideicomisos, Programa Maestría de Finanzas y Derecho Corporativo, dictado en la Universidad ESAN, Lima.
- Lourdes Fernández Palma (2015) “Propuesta de Fideicomiso como medio de financiamiento para la empresa agrícola San José”. Recuperado de repositorio.unp.edu.pe
- Madura, J. (2010). “Mercados e instituciones *financieras*”. México, D.F.: Cengage Learning.
- Martín Mato, Miguel Ángel (2009) “Fideicomisos en los tiempos modernos”. Buenos Aires: Cengage Learning.
- Martín, M. (2010). “Los fondos mutuos. En Mercado de capitales: una perspectiva global “. Lima: Universidad ESAN.

- Memoria Anual de la Superintendencia de Mercado de Valores (2018) Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/MEMORIA_ANUAL_SMV_2018vf.pdf>
- Meneses, C. (2013). “Promoción del Mercado de valores: Las ofertas híbridas como alternativa”. (Tesis de maestría, Pontificia Universidad Católica del Perú, Lima, Perú) Recuperado de <http://tesis.pucp.edu.pe/repositorio/bitstream/handle/20.500.12404/4726/MENESSES_CAMARGO_CARLOS_MERCADO_VALORES.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Ministerio de Economía y Finanzas Del Perú (2001) “Sobre la Necesidad de Reformar el Sistema de Garantías y Facilitar el Acceso al Crédito”. <https://www.mef.gob.pe/es/portal-de-transparencia-economica/297-preguntas-frecuentes/2140-sobre-la-necesidad-de-reformar-el-sistema-de-garantias-y-facilitar-el-acceso-al-credito> (06/01/2020; 20:43 horas).
- Ministerio de Economía, Industria y Comercio (2010), “Política Pública de Fomento a las PYMES y al Emprendedurismo”, San José, Costa Rica. www.pymes.go.cr
- Ministerio de la Producción (09 de febrero de 2020). Recuperado de <http://ogeiee.produce.gob.pe/index.php/shortcode/estadistica-oee/estadisticas-mipyme>
- Nacional Financiera (2013), “Análisis de las Operaciones Crediticias 2001-2013”, México, D. F. www.nafin.com.
- Oré, I. (2008). Monografías. Recuperado de HYPERLINK <<http://derechogeneral.blogspot.pe/2008/01/la-titulizacin-de-activos-en-el-per.html>>
- Quilcate, Jorge (2015) “El sistema de intermediación financiera” <https://jorgequilcate.com/new/2015/08/21/el-sistema-de-intermediacion-financiera/> (05/01/2020; 09:23 horas).
- Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios (1998) Recuperado de <http://www.smv.gob.pe/Frm_SIL_Detalle.aspx?CNORMA=RC_014119980000&CTEXTO=>>
- Reporte de Estabilidad Financiera del Banco Central de Reserva- BCR (2019) Recuperado de <<https://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2019/noviembre/ref-noviembre-2019.pdf>>
- Resolución de Superintendencia N° 00025-2012 – Reglamento del Mercado Alternativo de Valores – MAV / Manual para el cumplimiento de los requisitos aplicables a las ofertas públicas de instrumentos de corto plazo emitidos por

empresas en el MAV. Publicado el 29/06/2012.

Rodriguez Velarde, Javier (2000) “Contratos e instrumentos Bancarios: Doctrina – Modelos – Legislación Bancaria. https://www.rodriguezvelarde.com.pe/pdf/libro3_introduccion.pdf (18/01/2020 10:05 horas).

S J Taylor y R Bogdan (2000), “Introducción a los Métodos Cualitativos de Investigación”, Editorial Paidós Iberica, Madrid 4ta Edición.

Santillán Ramírez, Segundo Marcos (2014) “El Factoring electrónico proveedor, alternativa de financiamiento de bajo costo para los clientes de una institución financiera”. Lima: Universidad Nacional Agraria La Molina.

Separata de Sistema Financiero y sus Principales Productos y Servicios (2011) – Instituto de Formación Bancaria.

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2020), Tasas de Interés Promedio. Recuperado de www.sbs.gob.pe

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2018) “Programa de Asesoría a Docentes: Entidades de Regulación y Supervisión del Sistema Financiero” https://www.sbs.gob.pe/portals/3/educacion-financiera-pdf/5_%20Entidades%20de%20Regulaci%C3%B3n%20y%20Supervisi%C3%B3n%20del%20SF.pdf (05/01/2020; 10:56 horas).

Superintendencia del Mercado de Valores (2018) “Mercado Alternativo de Valores”. https://www.smv.gob.pe/Frm_VerArticulo?data=D141BDE839DA325C10217EE83CEE2C1EC18CF07A593BDBF8299B (25/02/2020; 8:30 horas)

Tamayo Mario (2003). “El Proceso de Investigación Científica”, Editorial Limusa, México DF, 4ta Edición.

Texto Único Ordenado del Código Procesal Civil aprobado con Resolución Ministerial N° 1093 – JUS.

Varsi Rospigliosi, Enrique y Torres Maldonado, Marco (2019) “Propiedad y Derechos Reales – Análisis Jurídico”. Lima. Revista Gaceta Civil & Procesal Civil N° 67 – 2019.

Velázquez Pinto, Enrique (2019) “El Sistema financiero peruano y órganos reguladores” <https://slideplayer.es/slide/13903542/> (05/01/2020;09:11 horas).

Villalobos Blondet, C. (2002) “Las Garantías: Formalización y Ejecución”. http://www4.congreso.gob.pe/comisiones/2004/economia/curso/LAS_GARANTIAS_200505.pdf (18/01/2020; 07:35 horas).

Villanueva Gutiérrez, W. (2013) “El fideicomiso y sus implicancias tributarias”. Lima:
Revista IUS ET Veritas de la Pontificia Universidad Católica del Perú. N° 47.