



Universidad Nacional
Federico Villarreal

Vicerrectorado de
INVESTIGACIÓN

ESCUELA UNIVERSITARIA DE POSGRADO

**“TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN LAS CAJAS MUNICIPALES
DE AHORRO Y CRÉDITO EN EL PERÚ”**

**TESIS PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE:
MAESTRO EN DERECHO CIVIL Y COMERCIAL**

AUTOR:

VÍCTOR MANUEL CALDERÓN BETALLELUZ

ASESOR:

ALFARO PAMO KARINA TATIANA

JURADO

DR. LUIS HERNANDO BEGAZO BEDOYA

DR. QUEVEDO PEREYRA GASTÓN JORGE

DR. VIGIL FARIAS JOSÉ

LIMA – PERÚ

2019

ÍNDICE

	Pp
Título	1
Autor	1
Asesor	1
Índice	2
Resumen (Palabras Claves)	5
Abstract (Key Words)	6
I.- Introducción	7
1.1.- Planteamiento del Problema	8
1.2.- Descripción del Problema	8
1.3.- Formulación del Problema	12
• Problema General	12
• Problema Especifico	12
1.4.- Antecedentes	12
1.5.- Justificación de la Investigación	19
1.6.- Limitaciones de la Investigación	19
1.7.- Objetivos	20
• Objetivo General	20
• Objetivo Especifico	20
1.8.- Hipótesis	20
II.- Marco Teórico	22
2.1. Marco Conceptual	22
III.- Método	50
3.1.- Tipo de Investigación	51
3.2.- Población y Muestra	51
3.3.- Operacionalización de Variables	53

3.4.- Instrumentos	53
3.5.- Procedimientos	54
3.6.- Análisis de Datos	54
IV.- Resultados	56
V.- Discusión de Resultados	86
VI.- Conclusiones	90
VII.- Recomendaciones	93
VIII.- Referencias	94
IX.- Anexos	100

TITULO:
**“TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN LAS CAJAS MUNICIPALES DE
AHORRO Y CRÉDITO EN EL PERÚ”**

AUTOR:
VÍCTOR MANUEL CALDERÓN BETALLELUZ

LUGAR:
CAJAS MUNICIPALES DE LIMA

RESUMEN

Con treinta años de existencia, las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) representan el 43% de todo el sistema de micro-finanzas en el Perú. Este sistema micro-financiero está monitoreado y fiscalizado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), el Banco Central de Reserva (BCR) y la Contraloría General de la República, además de tener cobertura con el Fondo Especial de Depósitos, ante posibles riesgos financieros.

Las once cajas municipales que forman el referido sistema fueron creadas en los años ochenta a partir del modelo alemán de cajas de ahorro y créditos, que no permite intervención política, no obstante estar bajo el control de los municipios, con un gobierno corporativo compartido entre representantes ediles y de la sociedad civil.

La particularidad de las cajas municipales de ahorro y crédito en el Perú es que gracias a la retroalimentación entre los ahorros de las personas y el otorgamiento de créditos a las pequeñas y medianas empresas (PYMES), ha contribuido a la bancarización de las operaciones financieras. No obstante, requiere para su sostenibilidad de una mayor liquidez que puede otorgarle, a largo plazo, el capital privado, a mediano plazo, instrumentos financieros, como aquellos que buscan la titulización de activos, entre los que se encuentra el fideicomiso.

En las micro-finanzas, donde se mueven las CMAC, lo más importante es el flujo de caja, más que la constitución de las garantías, que terminan encareciendo el crédito. Esta particularidad les ha permitido crecer en sus colocaciones y depósitos, aunque los montos que mueven continúan siendo menores a la banca tradicional. La titulización de los créditos de las CMAC representa uno de los mecanismos más seguros de disponer de los activos sin perder el control total sobre ellos, pero al mismo tiempo les permite crecer corporativamente, disciplinando su propia gestión financiera y haciendo más transparente en manejo de sus finanzas.

Palabras Claves: Titulación de Activos, Cajas Municipales de Ahorro y Crédito

ABSTRACT

With thirty years of existence, the Municipal Savings and Credit Institutions (CMAC) represent 43% of the entire micro-finance system in Peru. This micro-financial system is monitored and supervised by the Superintendency of Banking, Insurance and AFP (SBS), the Central Reserve Bank (BCR) and the General Comptroller of the Republic, as well as having coverage with the Special Deposit Fund, before possible financial risks.

The eleven municipal savings banks that form the aforementioned system were created in the 1980s based on the German model of savings and loans, which does not allow political intervention, despite being under the control of the municipalities, with a shared corporate governance among representatives, councils and civil society.

The particularity of the savings and credit municipal savings banks in Peru is that, thanks to the feedback between people's savings and the granting of loans to small and medium-sized enterprises (SMEs), it has contributed to the bankization of financial operations. However, for its sustainability, it requires greater liquidity that can be granted, in the long term, by private capital or, in the medium term, by financial instruments, such as those seeking securitization of assets, among which is the trust.

In micro-finance, where CMACs move, the most important thing is cash flow, more than the constitution of guarantees, which end up making credit more expensive. This particularity has allowed them to grow in their placements and deposits, although the amounts they move are still lower than traditional banks. The securitization of CMAC credits represents one of the safest mechanisms to dispose of assets without losing total control over them, but at the same time it allows them to grow corporatively, disciplining their own financial management and making more transparent their management of their assets. finance.

Keywords: Asset Titling, Savings and Credit Municipal Savings Banks

I. INTRODUCCIÓN

A nivel mundial el desarrollo de las estructuras de titulización de activos en las relaciones económicas en la actualidad es sorprendente para todos, pues divulga la competencia de generar valor y es un mecanismo para promover nuevos instrumentos de inversión y financiamiento. Por esto, las titulizaciones permiten desarrollar estas estructuras de inversión y financiamiento.

Con esto, no se pretende negar la facilidad que poseen de adaptarse a las necesidades de los agentes económicos ni su capacidad de esparcimiento de peligros y beneficios que ayuda a estabilizar y compensar estructuras antes difíciles de manejar, no obstante, dejamos entrever que los fundamentados sobre este tipo de operaciones conocidas, desarrollados bajo la adecuada mezcla de conceptos jurídicos y económicos que se entrelazan en una titulización de activos.

Por otra parte, cualquier individuo puede establecer una estructura de titulización considerando sus necesidades. Lo difícil establecer un óptimo equilibrio para poder ofrecer seguridad y atractivo a los participantes de estas operaciones. Por esto es importante repasar los fundamentos teóricos sobre las operaciones de titulización de activos, y su adecuado desarrollo de esta nueva herramienta de financiamiento e inversión.

Este trabajo de investigación, tiene como objetivo general analizar la influencia de los instrumentos de la titulización de activos empleados en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito de Perú. Para darle cumplimiento al mismo, se esquematizó de la siguiente manera:

En el capítulo primero, se identifica el problema principal de la investigación, que se alinea a los objetivos establecidos, y del cual se explica también una justificación y su importancia. A continuación, en el segundo capítulo, se describe el marco teórico, contenido de Teorías generales, bases teóricas especializadas, marco conceptual, definición de términos y las hipótesis.

En el tercer capítulo se encuentra una descripción del método empleado para el mejor abordaje de la investigación. De acuerdo, a las exigencias de la Universidad, la investigación incluye también una presentación de resultados, buscando la contrastación de hipótesis, aunque principalmente el análisis de los resultados generados. Finalmente, en el capítulo cuarto, se desarrolló la discusión de los resultados, así como las conclusiones y recomendaciones.

1.1. Planteamiento del Problema

El problema de investigación se sostiene en la búsqueda de una propuesta legal-financiera para fortalecer la posición de las CMAC en el mercado financiero peruano, que las ayude a encontrar herramientas de inversión sobre la base de las potencialidades que brinda la creciente colocación de créditos para las MYPES, así como de préstamos inmobiliarios.

1.2. Descripción del Problema

Los crecimientos de los gastos financieros generaron ya en el año 2004 ideas de compra de créditos hipotecarios a las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, de la Tituladora peruana (que reunía al Grupo Crédito, Interbank, Scotiabank, la Corporación Financiera Internacional y la empresa Tituladora colombiana), con cuyo respaldo se sacarían al mercado títulos valores y bonos, destinado originalmente a las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y compañías de seguros (Andina, 2004, Pág. 1).

Estas propuestas de amplio alcance de compra y titulización de créditos hipotecarios de las CMAC en los años siguientes se fueron disipando. No obstante, varias Cajas Municipales ya figuran en el rating de las clasificadoras de riesgo, como las de Arequipa (B+), Cusco (B), Huancayo (B+), Ica (C+), Piura (C+), Sullana (B-), Trujillo (B-) y Tacna (C+), entre 42 entidades financieras (Equilibrium, 2015. Pág. 10).

Uno de los activos con que cuenta las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, que han resultado de marcado crecimiento en los últimos años, son los créditos hipotecarios, que han seguido la tendencia creciente del sector inmobiliario.

En efecto, nuestro país vive en la actualidad un crecimiento interesante del sector inmobiliario. Y aunque la capacidad del Estado para dar respuesta a la amplia demanda habitacional de la población es aun limitada, si lo comparamos con países como México o Chile, este representa un escenario sumamente interesante para generar propuestas que potencien la rentabilidad de las colocaciones de ese sector.

No obstante, todo esto, el encarecimiento del precio del suelo juega como un componente desacelerador dentro del sector inmobiliario, dado el déficit que éste recurso experimenta en nuestro país; hecho que al mismo tiempo lo limita en la habilitación de suelos para la construcción de casas, lo cual a su vez motiva a las empresas inmobiliarias a ofrecer viviendas de menos metros cuadrados.

La propuesta de venta de una cartera de créditos derivadas de las Caja de ahorros no tiene hasta el momento precedente en el mercado financiero peruano, incluso la Titulización de activos no es del todo una opción de financiamiento para mejorar la liquidez de las empresas, capaz de competir con el ofrecido por las entidades bancarias. Aunque existen elementos de juicio que pueden llevar a pensar que el crecimiento de ciertas colocaciones de largo plazo, pueden resultar convenientes para su titulización.

El mercado inmobiliario ha tenido un importante crecimiento en años pasados, generando un considerable flujo de capital para las entidades financieras, aun no se ha determinado con certeza los mejores criterios de selección de los créditos hipotecarios.

Las experiencias internacionales en Titulización de créditos hipotecarios no han sido muy halagüeñas, tanto así que se les atribuye el origen de una crisis financiera

en el mundo occidental, en el caso de países de la región latinoamericana donde los análisis coinciden en afirmar que aún no se ha generado una burbuja inmobiliaria, este mecanismo conserva su utilidad como fuente de financiamiento para las empresas que necesitan de liquidez.

Las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito son instituciones que están dentro del sistema financiero, cuyo negocio es la intermediación financiera “indirecta”, no bancaria, por lo que cobran tasas de intereses reales (que oscilan entre 15% el 38%).

Legalmente, se enfocan a realizar acciones de financiamiento a las pequeñas y micro empresas, especialmente a los que no pueden acceder a la banca tradicional, con autonomía y responsabilidad. Su presencia en el sector micro-financiero peruano es del 39.8% (noviembre del 2014).

En el Perú, estas tienen ya más de 25 años de operar en el mercado financiero, con una fuerte supervisión y control, no solo de la SBS, sino también de la Contraloría, el BCR y la Federación Peruana de Cajas Municipales. El crecimiento promedio de las Cajas Municipales en colocaciones y captaciones oscila entre el 28% y 30%, llegando a sumar en créditos 12,818 millones de nuevos soles, a noviembre del 2014.

En esa misma fecha, las colocaciones estaban distribuidas de la siguiente forma: Pequeñas empresas (40.98%), microempresas (22.68%), consumo (18.5%), medianas empresas (10.8%), hipotecarios (6.16%), corporativo (0.64%) y grandes empresas (0.13%). De todos estos créditos, el 60.4% se concentran en 7 departamentos: Lima (13.2%), Arequipa (12.1%), Piura (8.9%), Cusco (8.7%), Puno (6.49%), Junín (6.0%) y La Libertad (5.1%). Mientras que el 70.9% de sus captaciones, se encuentran en 5 departamentos: Lima (32.1%), Arequipa (14.8%), Piura (9.7%), Cusco (7.2%) y La Libertad (7.1%). Asimismo, su participación en los depósitos de CTS es de 69.2%, que representa 2,228 millones de nuevos soles.

Si bien el sistema de Cajas, forjado a semejanza del modelo de cajas de ahorros alemanas, ha tenido un crecimiento interesante en nuestro país en términos de captaciones y colocaciones, su nivel de riesgo y exposición llega a ser aún mayor que el de las entidades bancarias. Por ejemplo, el promedio de la mora en el sistema micro-financiero llega al 5%, distinto al 1.5% del sector bancario. Aunque desde el 2005, la morosidad ha crecido en 0.47%.

Estudios recientes, señalan que en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito muestran una tendencia al crecimiento en sus colocaciones, captaciones, número de agencias y empleados; al igual que el nivel de morosidad y de provisiones, producto de la ampliación de los montos de los créditos otorgados a sus clientes (Mendiola, 2015. Pág 40).

El análisis de Mendiola (2015. Pág. 40), señala que el desenvolvimiento del activo total de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito ha ido de s/. 3,581 millones, en 2005, a s/. 15,466 millones, en el 2013, que es un incremento de 332%. La utilidad neta en ese periodo creció en 64%; la poca variación nominal se afectó por el incremento de los gastos financieros, el nivel de provisiones y los gastos de personal.

Por otro lado, distintos autores señalan que: “hoy el crecimiento de los fondos de inversión, fondos mutuos, titulizaciones y fideicomisos en el Perú resulta manifiesto. Esto se debe, en gran parte, al desempeño de la economía peruana en los últimos años, con dinámicas tasas de crecimiento del PBI y un bajo nivel de inflación y deuda. A ello, se suma la confianza de los agentes económicos, generada a partir de la implementación de una responsable política económica” (Bregante, 2016. Pág. 86)

1.3. Formulación del Problema

- **Problema General**

¿Cuál es la influencia de los instrumentos de la titulización de activos empleados en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú?

- **Problemas Especifico**

¿Cuáles son los aspectos jurídicos de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú?

¿Cómo son utilizados los instrumentos financieros de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú?

¿Qué relación existe entre los instrumentos financieros y los activos generados por las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú en el periodo de tiempo de 2009 a 2017?

1.4. Antecedentes

Antecedentes Internacionales

Martín, M. (2016). *Pasado y presente de la titulización en el sector financiero internacional*. Cuyo objetivo general fue: demostrar la existencia de diferencias significativas en el tratamiento de la baja contable de los activos titulizados dentro de los marcos contables aplicados a los países que conforman la Unión Europea y los Estados Unidos, esto es, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y las Financial Accounting Standards (FAS), respectivamente. (Pág. 7)

Manifiesta que uno de los ámbitos menos estudiado y que afectaría al incentivo que las entidades financieras tienen para originar operaciones de titulización es el marco contable aplicado a los derechos de crédito utilizados como subyacente en el momento de su cesión. esas diferencias han tenido un impacto material en las entidades de crédito originadoras de este tipo de

operaciones en términos, principalmente, de cesión de riesgo de crédito o transferencia de activos a terceros, aunque de diferente signo en función de que estuviesen a un lado u otro del Atlántico. Tanto en el pasado como actualmente, los activos titulizados bajo el marco normativo estadounidense han conseguido la baja contable en mayor proporción que los titulizados bajo el marco contable europeo.

Ese tratamiento diferenciado de los activos involucrados en operaciones de titularización ha tenido, además, repercusiones en la rentabilidad económica que las entidades originadoras pueden obtener a partir de estas operaciones, en los indicadores de la fortaleza financiera de las mismas y, en último término en la actividad crediticia de los bancos. Este estudio aporta evidencias que sugieren la necesidad de una mayor convergencia entre los dos sistemas contables IASB y FASB, fundamentalmente en la conceptualización de la transferencia de activo sobre la base del mismo criterio, bien sea la transmisión de riesgos y beneficios asociados al mismo como ocurre en las NIIF o a la transmisión del control sobre dicho activo como ocurre en las FAS.

Andrade, M. (2013), en su tesis de maestría: *La titularización en el Ecuador. Análisis comparativo entre la titularización de activos y titularización de proyectos en general*; llega a las conclusiones de que: A lo largo del trabajo reconocimos en la titularización, un proceso mediante el cual una entidad transfiere y aísla a un vehículo especial “activos” tradicionalmente caracterizados por ser ilíquidos, de escasa o lenta rotación generadores de flujos de caja, cuyo objetivo es maximizar la utilización de recursos, esta operación implica la transformación de activos en títulos negociables en el mercado público de valores que tienen como respaldo el flujo generado por el mismo. (Pág. 116).

En 1998 que la Ley de Mercado de Valores introdujo el régimen especial de la materia bautizando los procesos de titularización desde sus elementos e

inclusive recogiénolos en una tipología y parámetros acorde a la esencia de la figura, mostrándose el legislador proclive a incentivar la dinámica del mercado, buscando no sólo atender las necesidades de los inversionistas, sino también la creación de nuevos productos, no podemos perder de vista que la titularización como mecanismo de desintermediación financiera ha permitido poner a los demandantes de recursos con los inversionistas, hecho que naturalmente contribuye al desarrollo del mercado y un maduro desenvolvimiento e intervención de los negociantes en el mercado de valores, enunciado consecuente al Artículo 1 de la ley citada, que prescribe como su objeto “promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente”.

Reiteramos que, la “titularización” indistintamente del modelo que adopte para su aprobación y autorización de oferta pública, es y será “de activos” esta inferencia la extraemos de estas ideas: (i) la titularización es y sirve como un proceso de transformación de activos ilíquidos en valores mobiliarios, lo que remarca su objetivo de servir como medio para acelerar el ciclo del flujo de caja de los activos (ii) independientemente de la modalidad en que se estructura, la titularización comprenderá una mecánica de empaquetamiento de los activos es decir debe haber un “rediseño” de los activos (iii) otra de las notas características atribuidas a los procesos de titularización, es el especial énfasis que se hace en el activo movilizable, el cual si cobra el carácter y está vinculado con las actividades económicas emprendidas por el originador.

Con el complemento de que, a grosso modo, de la legislación comparada hemos extraído que en la mayor parte de los países se permite la configuración de titularizaciones sobre todo tipo de bienes siempre que guarden los caracteres de generadores de flujos ciertos, determinables y cuantificables, es decir transferibles y mesurables en cuanto a la generación del flujo futuro. Insistimos que una tarea reservada al originador, previo a comprometer sus activos, es la de evaluar su empaquetamiento, la estructura del proceso de titularización, precautelando que el activo cumpla la característica de;

determinable, cierto y cuantificable, como se manifiesta en el Artículo 14330 de la ley de la materia. (Pág. 117)

Tena, A. (2011), en su trabajo doctoral: *La titulización de activos como instrumento para la financiación de infraestructuras en España*, concluye que: La importancia de las infraestructuras dentro de la inversión pública en España es decisiva, representando aproximadamente el 60% del total. El Grupo Fomento, como principal brazo inversor público del país, ha llevado a cabo un esfuerzo inversor creciente en la última década, permitiendo que su inversión pública anual en infraestructuras haya superado la barrera del 1,5% del PIB nacional. (Pág. 331)

Uno de los pilares de la provisión de infraestructuras en España ha sido el planeamiento de una inversión pública sostenible, bajo la premisa de que el déficit público debía ser inferior a la inversión pública en cada ejercicio presupuestario. La crisis financiera internacional que afecta a la economía mundial desde la segunda mitad de 2007 ha impactado en la estabilidad presupuestaria española. Se ha incumplido por primera vez en más de una década el principio de equilibrio enunciado en el punto anterior.

La austeridad presupuestaria, añadida a los menores fondos europeos que percibirá España en los siguientes ejercicios, se traduce en una disminución significativa de los recursos públicos disponibles para la financiación de infraestructuras. Ante esta limitación de los recursos públicos, la política económica refuerza su apuesta por la introducción de recursos provenientes del sector privado en la financiación de infraestructuras en España, que permitan continuar afrontando un ritmo inversor adecuado sin afectar al déficit público.

El principal instrumento planificador que surge en la actualidad con tal fin es el Plan Extraordinario de Inversiones (PEI), marco mediante el cual el Ministerio de Fomento pretende introducir una inversión adicional en infraestructuras por un volumen total de 17.000 millones de euros en el

horizonte temporal 2010-2011 mediante fórmulas de colaboración público-privadas. De consumarse este nivel de inversión extraordinaria, equivaldría a un esfuerzo inversor del 0,85% del PIB anual en cada uno de los dos ejercicios.

En España, las empresas del sector de las obras públicas han venido recurriendo a la financiación de su actividad mediante la concesión de préstamos y créditos por parte de entidades de crédito. Esto es reflejo de la práctica habitual de financiación de sociedades no financieras en nuestro país, demostrando esta Tesis Doctoral cómo las emisiones de instrumentos financieros suponen sólo el 0,4% del pasivo de las sociedades no financieras. Las empresas concesionarias sí han recurrido más a este tipo de emisiones, pero por regla general vinculadas a la refinanciación de proyectos con cierto grado de madurez y en todo caso sin riesgo de construcción.

Antecedentes Nacionales

Si bien no existen investigaciones que vinculen los dos componentes descritos en el título de estudio (CMAC y titulización), podemos citar algunas publicaciones que se han preocupado por el tema de forma general e indirecta:

Delgado, R. et al. (2017), han destacado en su tesis *Planeamiento Estratégico del Sistema de Sociedades Titulizadoras del Perú*, que el sistema de sociedades tituladoras tiene en el Perú debilidades centradas en la limitada difusión como alternativa financiera, una estructura débil y lentitud en el proceso de titulización. El resultado del trabajo de los referidos autores son estrategias intensivas y de penetración “en el sector inmobiliario y financiero, dotando de liquidez a la banca múltiple y cajas municipales con el fin de incrementar los créditos hipotecarios en los niveles socioeconómicos B y C”. (Pág. 59)

En efecto, los autores han considerado como una estrategia ofensiva la de incrementar la titulización de créditos hipotecarios colocados por la banca

múltiple y las cajas municipales de ahorro y crédito, logrando su reconocimiento como un mecanismo proveedor de liquidez, que al mismo tiempo ayude a la colocación de créditos hipotecarios. (Pág. 4).

Bregante, J. (2016), recomienda en su investigación denominada *Un estudio transversal sobre el fideicomiso, la titulación, los fondos mutuos y los fondos de inversión*, que, si bien los patrimonios autónomos que componen los fideicomisos pueden estar integrados por activos necesarios para cumplir con el objetivo de este contrato financiero, una inadecuada gestión puede provocar una deficiencia en la liquidez que neutralice el cumplimiento de las obligaciones contenidas en este instrumento. (Pág. 28).

En ese sentido, el autor refiere que “la aparición del patrimonio autónomo peruano mitiga los costes de desarrollar la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso, titulación, fondo mutuo o fondo de inversión. En otros términos, la constitución de un patrimonio autónomo es una alternativa eficiente para gestionar riesgos de forma integral, dado que descansa sobre los siguientes postulados o principios recogidos en la regulación vigente: i) el principio de separación patrimonial y ii) el principio de gestión especializada”. (Pág. 36).

Pretell, R. Pretell, E. (2015), en su tesis *La Titulación de activos como alternativa de financiamiento en la empresa SEDALIB S.A., Trujillo, año 2014*, logran determinar en ese caso en específico que la titulación de las cuentas por cobrar es una buena alternativa para mejorar la liquidez, rentabilidad y solvencia de la organización.

El procedimiento, aplicado por Pretell (2015), para llegar a esta conclusión fue básicamente la proyección de sus activos (cuentas por cobrar comerciales) contenidos en los estados financieros a cinco años, con este monto elaboraron una propuesta de titulación, la misma que se espera ayude a obtener

ganancias de forma segura, que permitan ganancias a los inversionistas a menor riesgo. (pág. 98)

Los autores finalmente recomiendan “revisar los criterios de riesgo que se evalúan en las operaciones de titulización de activos, pues a partir de ellos se determinará la necesidad de contar con mecanismos de garantía adecuados que le permitan al emisor un éxito en la colocación y clasificación de riesgo que incidirá directamente en la tasa de interés o precio de adquisición del valor emitido” (Pretell & Pretell, 2015, pág. 73).

Asmat, P. (2015), señala en su tesis *Las garantías de cuentas por cobrar por ventas futuras como generadora de liquidez de supermercados peruanos S.A.*, que las cuentas por cobrar generan intereses, en la medida que sean útiles como garantías en un fideicomiso de titulización de flujos futuros. La autora destacó en su investigación que “la calidad de clientes que compran con determinadas tarjetas de crédito permite generar en futuro activos certeros, capaces de poder cubrir un financiamiento presente a través de la emisión de bonos de titulización respaldada por un patrimonio en fideicomiso de titulización bajo la administración de una sociedad tituladora”. (Pág. 8)

Casavilca, E. (2004), en su tesis *Crédito financiero a través de la titulización*, destaca que esta operación financiera genera riqueza para las entidades de finanzas, los agentes intermediarios y, en especial, para los clientes, cuyos financiamientos podrán estar sujetos a una tasa efectiva menor. El autor rescata la posibilidad de generar una propuesta de titulización de la cartera hipotecaria de riesgo normal, empleando el mercado de capitales y justificada por la creciente actividad constructora del país, especialmente en el rubro inmobiliario. (Pág. 23)

El referido autor encuentra que “la clave del negocio de titulización es de que el Banco evalúe bien al cliente, porque si sus carteras de créditos hipotecarios

empaquetada que piensa negociar no es atractiva (otorgó mal el crédito), nadie le va a querer comprar dichos paquetes ni podrá comercializarse porque nadie querrá perder prestigio en colocar unos valores con demasiado riesgo, los cuales exigirán una tasa elevada de descuento”. (Pág. 15)

1.5. Justificación de la Investigación

El proyecto encuentra su justificación en el hecho de que plantea un sustento jurídico de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, enfocadas a la generación de mayor liquidez a partir de titularizar los créditos colocados en el mercado. Teóricamente, el sustento jurídico sienta las bases para la generación en el futuro, y con un mayor análisis económico-financiero, de un modelo de titularización de activos derivados de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito.

Desde el enfoque práctico, esta investigación se justifica porque las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito y gobiernos están cada vez más interesados en la recuperación de la titularización como mecanismo de financiación de la economía. La investigación evalúa la influencia características jurídicas de los instrumentos de titularización de activos en el Perú, con el fin de generar propuestas de modificación o creación de la normatividad necesaria para que sean empleadas como herramientas de financiamiento.

Desde el enfoque metodológico, contribuye a la conceptualización de las variables; operando la relación causal entre ellas, para aplicarlo en el entorno del análisis y demostración del sustento la titularización de activos en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú, además, esta investigación servirá como marco de referencia a otra donde se estudien esas variables.

1.6. Limitaciones de la Investigación

La investigación no encuentra mayores limitaciones que las que corresponde al detalle de los estados financieros de la Cajas Municipales de Ahorro y Crédito.

Dicha investigación tiene un sentido práctico, dado que se aplica a un sector dentro del mercado financiero que se encuentra en pleno crecimiento y que respalda el crecimiento de pequeñas empresas y micro empresas, evolucionando actualmente en la colocación de créditos de largo plazo, tan igual como las entidades bancarias. Si bien esta aplicación no es inmediata, se espera que la solidez financiera de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito se consolide, de tal manera que despierte el interés en rentabilizar sus créditos de largo plazo en otros instrumentos financieros.

1.7. Objetivos

- **Objetivo General**

Analizar la influencia de los instrumentos de la titulización de activos empleados en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú.

- **Objetivos Específicos**

- Describir los aspectos jurídicos de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú.
- Caracterizar los instrumentos financieros de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú.
- Establecer la relación entre los instrumentos financieros y los activos generados por las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú en el periodo de tiempo de 2009 a 2017

1.8. Hipótesis

Es importante señalar que, por el enfoque cualitativo del trabajo de investigación, la determinación de las hipótesis tiene un carácter teórico, más que estadístico. No obstante, se han considerado las siguientes hipótesis de trabajo principal y

secundaria, complementadas con hipótesis descriptivas que definen el grado de asociación de variables consideradas teóricamente.

Hipótesis Principal

Los instrumentos de la titulización de activos empleados en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú, han influido de manera positiva

Hipótesis Secundarias

- La normatividad constituye el aspecto jurídico de la gestión de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro, que permiten la generación y colocación de carteras de títulos valores con respaldo de créditos.
- Los instrumentos financieros de las CMAC de Perú son utilizados de manera eficaz.
- Existe relación lineal entre los instrumentos financieros y los activos generados por las CMAC de Perú en el periodo de tiempo de 2009 a 2017

II. MARCO TEÓRICO

2.1. Marco Conceptual

Titulización de Créditos en el Perú

La titulización de activos puede representar una alternativa adecuada para empresas que cumplen con los requisitos para acceder al mercado de valores, pero que no tienen la calificación que, en la práctica, solicitan los inversionistas en el mercado (Pariamachi, 2004. Pág.112).

Para el autor, citado con anterioridad, la titularización es un mecanismo alternativo al crédito bancario, que se inicia con la identificación dentro de la empresa de un flujo futuro de ingresos, como las cuentas por cobrar. Luego, se separan del activo de la empresa y se constituye un fideicomiso o fondo de inversión, que se les ofrece a los inversionistas, por medio de títulos de deuda o de participación.

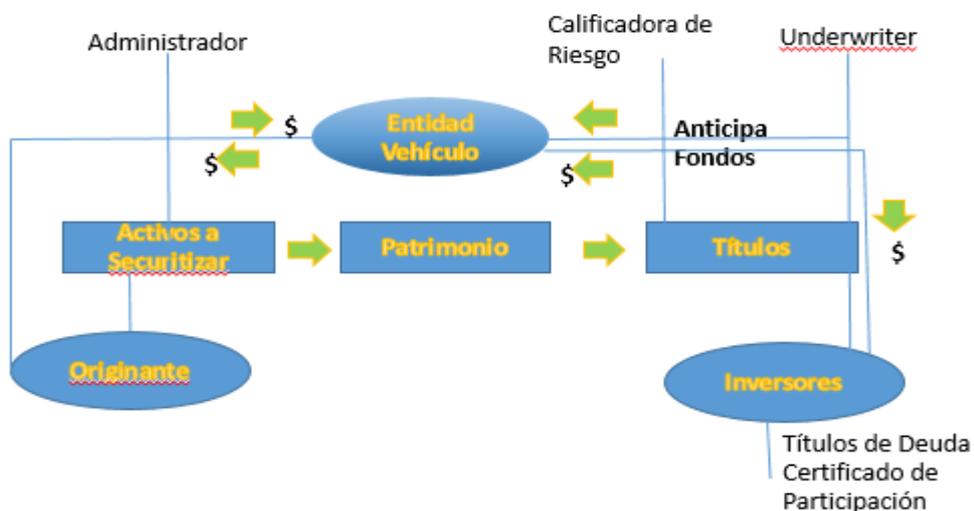


Ilustración 1. Proceso de titulización de activos. Fuente: Nuñez, P. (2016). *Securitización empresarial en el Perú*. En: <http://securitizacionenperu.blogspot.pe/>.

En ese sentido, “la titulización de activos tiene como propósito fundamental transformar activos inmovilizados, de lenta liquidez o de lenta rotación en

dinero en efectivo. Funciona como un mecanismo alternativo de financiamiento a corto, mediano o largo plazo, sin necesidad de incrementar los pasivos” (Asmar, 2010. Pág. 7).

En efecto, este procedimiento permite transformar un activo de características no negociable, como puede ser el crédito hipotecario, en un título negociable, que en el corto plazo significa para la entidad una significativa cantidad de fondos conseguidos por la venta de estos títulos emitidos. Es decir, un incremento de capital, que mejora la posición financiera de la empresa.

Debemos tener en cuenta, que “el riesgo del proceso de Titulización dependerá de la predictibilidad y certidumbres de los flujos y de las garantías que se ofrezcan a los inversionistas. Como es evidente, este nivel de riesgo determinará la tasa de interés de los bonos de Titulización”. (Tong & Díaz, 2003. Pág. 67)

De esta manera, para una organización la titulización de sus activos es beneficiosa, porque le permite conseguir financiamiento de largo plazo, con el que se respalde nuevas inversiones, al igual que obtiene fondos con mejores tasas de interés, sin comprometer activos existentes.

Los créditos hipotecarios tienen particularidades financieras que lo hacen interesantes para la constitución de una cartera de titulización de activos, como el hecho de que el financiamiento de una vivienda es de largo plazo, de hasta quince años, que asegura un flujo continuo de pagos; el mantenimiento de un bajo nivel de morosidad en el mercado inmobiliario, por la potencialidad de ejecutar la garantía; la uniformidad de los contratos de crédito hipotecario y de las instituciones.

Según Herrera (2010. Pág. 56) existen dos tipos de procesos de titulización: Estructura de traspaso (passthrough), “cuando la cartera de la entidad originadora es cedida a los inversionistas mediante el traslado de ésta a una

sociedad titulizadora (vehículo “emisor”), en donde se constituye un patrimonio autónomo contra el cual se emiten títulos, valores sobre dicho bloque de cartera”; estructurado de pago (paythrough).

El Mercado del Crédito Peruano

El proceso de titulización de activos de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito supervisadas por la Superintendencia de Banca, Seguro y AFP, dependerá mucho de las características de los créditos subyacentes y su nivel de riesgo. Además, la descentralización territorial (provincias) de éstas han permitido la evolución favorable de las micro-finanzas (Gonzales, 2006. Pág. 21).

El mercado peruano de créditos está dividido en seis segmentos, que sirven de sustento para la adopción de decisiones bancarias, basados principalmente en los costos y la rentabilidad:

- (1) Corporativo. - Constituido por empresas domésticas, así como filiales de empresas multinacionales con un elevado nivel negociador frente a entidades bancarias.
- (2) Mediana Empresa. - Empresas cuyo poder de negociación dependerá del acceso a capitales nacionales.
- (3) Pequeña Empresa. - Compañías que llegan vender anualmente no más de un millón de dólares.
- (4) Microfinanzas. - Empresas o individuos con una deuda financiera de menos de 30 mil dólares.
- (5) Crédito de Consumo. - Individuos que solicitan préstamos para cancelar bienes o servicios, entre los que se encuentran quienes emplean tarjetas o tienen créditos.
- (6) Préstamos Hipotecarios. - Individuos solicitantes de créditos con hipoteca, para la edificación o compra de inmueble (Gonzales, 2006. Pág. 22).

Fideicomiso de Titulación de Activos

Se define el fideicomiso de titulación de activos como “el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio fideicometido cuyo propósito es garantizar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores que en el mercado de capitales se emitan por el fideicomitente. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos instrumentos financieros” (Martín Mato, 2009. Pág. 108).

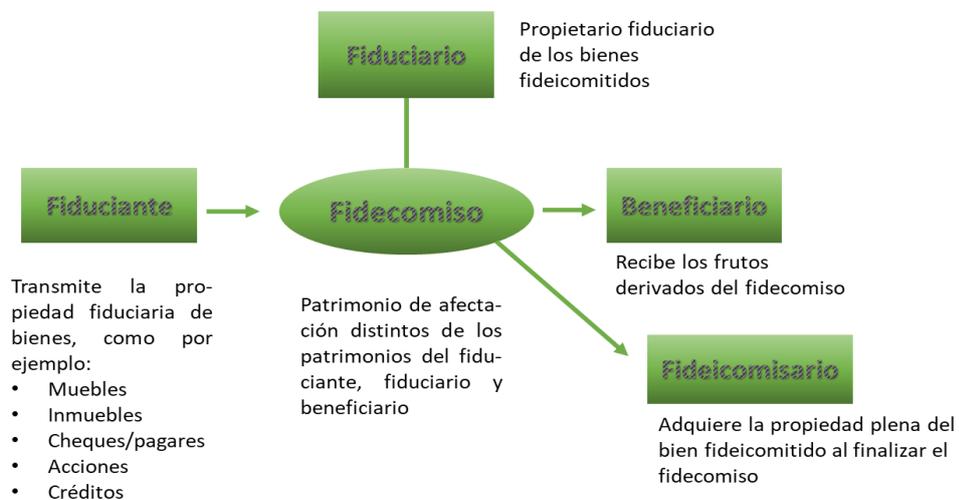


Ilustración 2. Componentes del Fideicomiso. Fuente: Ortiz, Juan. *El fideicomiso como herramienta de planificación sucesoria*. En: Financiar RED (<http://accionesymercados.com.ar/el-fideicomiso-como-herramienta-de-planificacion-sucesoria/>).

Por otro lado, “a través de la emisión de bonos de titulación, es posible transformar en efectivo activos fijos o de lenta rotación, o flujos de ingresos futuros. A partir de un fideicomiso pueden estructurarse procesos como los siguientes: Titulación de carteras de créditos y de otros activos generadores de un flujo de efectivo” (Martín Matos, 2009. Pág. 109).

En nuestro país, se ha llegado a determinar que son titulizables todos los activos detallados en el artículo 1409 del código civil. En ese sentido, “son plausibles de ser titulizados los activos de todo tipo de empresas sean bancarias, financieras, de seguros, industriales, comerciales, de servicios, etc.

Estos activos tienen un denominador común: incorporan un derecho de crédito con distinto plazo de vencimiento, diversa rentabilidad y garantía” (Pariamachi, 2004, Pág. 56).

Esto quiere decir que “la cartera a titularizar puede ser utilizada para emitir sobre su base nuevos títulos, o para garantizar a emisión de títulos de deuda. Tales títulos tendrán mejor rating que los créditos originales, estos títulos no tendrán necesariamente la garantía de su emisor ni del originante, sino que cuentan con garantías propias que emanan de la cartera de créditos que le sirve de base-sustento y los mecanismos de respaldo de liquidez y mejoramiento de crédito que provee esta técnica de financiación” (Pariamachi, 2004, Pág. 57).

Depósito Bancario

Para Sevilla, A, (s/f. Pág. 1) el depósito es una operación en la que una entidad financiera custodia el dinero de un cliente. Es decir, guarda su dinero, para que a cambio remunere según el plazo y cantidad al cliente por tener inmovilizado su dinero. A cambio de guardar su dinero la entidad financiera cobra una comisión, aunque muchas lo hacen de forma gratuita e incluso otorgan una rentabilidad por el dinero que ha depositado el cliente. Esa rentabilidad puede ser fija o variable y en forma de dinero o en especie. Desde otro punto de vista podríamos definir un depósito como un pequeño préstamo que hace el cliente al banco. Por ello, el banco paga una rentabilidad al cliente.

La importancia de los depósitos es muy grande. Con ellos podemos sacar una rentabilidad extra a nuestro dinero, en vez de tenerlo parado en una cuenta a la vista o debajo del colchón mientras va perdiendo valor día a día debido a la inflación. Lo ideal para sacar rentabilidad a nuestro dinero de forma segura, es tener el dinero que no necesitamos de forma inmediata invertido en algún producto que nos genere intereses. Para ello es importante tener una buena estrategia financiera. Es decir, una estrategia en la que podamos repartir

nuestro dinero entre productos de inversión (renta variable y renta fija) y productos de ahorro. Entre los cuales, el más seguro es el depósito.

Al ser uno de los activos financieros más seguros, la rentabilidad que ofrecen suele ser algo más baja que la rentabilidad que puede llegar a ofrecer la renta variable y algunos tipos de renta fija, los cuales suponen un riesgo mucho mayor y por ello pueden dar tanto una rentabilidad alta como una negativa. En cambio, los depósitos garantizan una rentabilidad dada con gran seguridad.

Tipos de Depósitos

Sevilla, A, (s/f. Pág. 1), diferencia dos principales tipos de depósitos:

Depósito a la Vista: El dinero depositado se encuentra plenamente disponible. En otras palabras, el titular puede sacar una parte o la totalidad del dinero que tenga depositado en cualquier momento. Aunque generalmente no dan ninguna rentabilidad al titular. Los depósitos a la vista están considerados como el bien más líquido del mercado después del dinero en efectivo. Ya que tiene una disponibilidad total en cualquier momento, al poder hacerlos efectivos las 24 horas del día en prácticamente cualquier cajero automático del mundo.

Depósito a Plazo: En este tipo de depósito entregamos nuestro dinero a la entidad financiera durante un plazo de tiempo determinado y a cambio ellos nos pagan una rentabilidad. El dinero tiene limitada su disponibilidad. Por ello, las rentabilidades que ofrecen son mayores que las de los depósitos a la vista y cuanto mayor sea el plazo del depósito mayor será la rentabilidad.

El cliente pacta con la entidad las condiciones del depósito, el plazo, la liquidación de intereses, el tipo de interés, etc. Cuando se hace un depósito a plazo fijo el dinero no está restringido, normalmente se puede

retirar en cualquier momento. Ahora bien, debe hacerse según las condiciones acordadas con la entidad. No obstante, lo normal es que se tenga que pagar una comisión de cancelación anticipada. Lo que supone una rebaja en los intereses ya generados en el tiempo en que el depósito ha estado vigente.

Rentabilidad

En opinión de Kiziryan, M. (s/f. Pág.1), la rentabilidad hace referencia a los beneficios que se han obtenido o se pueden obtener de una inversión. Tanto en el ámbito de las inversiones como en el ámbito empresarial es un concepto muy importante porque es un buen indicador del desarrollo de una inversión y de la capacidad de la empresa para remunerar los recursos financieros utilizados. Para esta autora, existen tres tipos de rentabilidad, la económica, financiera y social.

La Rentabilidad Económica, hace referencia a un beneficio promedio de la empresa por la totalidad de las inversiones realizadas. Se representa en porcentaje y se traduce de la siguiente manera, si la rentabilidad de una empresa en un año es del 10% significa que ha ganado 10\$/ por cada 100 invertidos.

Por otro lado, la **Rentabilidad Financiera** hace referencia al beneficio que se lleva cada uno de los socios de una empresa, es decir, el beneficio de haber hecho el esfuerzo de invertir en esa empresa. Mide la capacidad que posee la empresa de generar ingresos a partir de sus fondos. Por ello, es una medida más cercana a los accionistas y propietarios que la rentabilidad económica. Existen tres maneras de mejorar la rentabilidad financiera: aumentando el margen, aumentando las ventas o disminuyendo el activo, o aumentar la deuda para que así la división entre el activo y los fondos propios sea mayor.

Rentabilidad Social. Éste concepto hace referencia a los beneficios que puede obtener una sociedad de un proyecto o inversión de una empresa. Es independiente del concepto de rentabilidad económica ya que un proyecto

puede ser rentable socialmente pero no serlo económicamente para el inversor. Normalmente es un concepto que se aplica en la construcción de infraestructuras en una sociedad.

Crédito

Un crédito bancario, en opinión de Broset, A. (2018. Pág. 45), es cuando una persona o empresa recibe dinero de una entidad financiera, tanto pública como privada, este crédito se suele otorgar por bancos o entidades similares. Estas entidades captan dinero de sus clientes a través de operaciones pasivas para después prestar el dinero a tasas más altas, en las llamadas “operaciones activas”. Hay diferentes tipos de créditos bancarios: créditos comerciales, créditos hipotecarios y créditos de consumo.

En los créditos las entidades prestan dinero a sus clientes cuando prueban su solvencia mediante acreditación de ingresos o acreditación de propiedades. Pero no cualquier persona puede tener acceso a un crédito bancario, para ello debemos cumplir con ciertos requisitos (antecedentes comerciales y crediticios adecuados). Este crédito se devolverá de forma gradual (diferentes cuotas) o en un sólo pago.

Los créditos bancarios son muy utilizados por empresas para financiar sus nuevos proyectos o seguir con su expansión. Pero como hemos comentado los particulares también pueden hacerlo. Es un trato interesante para ambas partes, ya que, el banco o entidad financiera recibe los intereses por el uso del dinero y el cliente recibe dinero para sus gastos o imprevistos.

Cajas Municipales de Ahorro y Crédito

Una Caja Municipal de Ahorro y Crédito tiene semejanza a una entidad financiera. Al igual que estas se constituyen regularmente en sociedades anónimas (abiertas o cerradas), igualmente captando recursos económicos de los clientes, al mismo tiempo que realizan apalancamiento financiero a las

pequeñas empresas y micro empresas. Asimismo, realizan otras operaciones bajo los parámetros de las normas financieras.

En el sistema financiero peruano existen cajas municipales, rurales y metropolitanas, las mismas que se encuentran reguladas y monitoreadas por la SBS, consiguiendo el resguardo de los ahorros como en el caso de los bancos, por constituirse como integrantes del Fondo de Seguro de Depósitos, según lo establecido por el artículo 145° de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros.

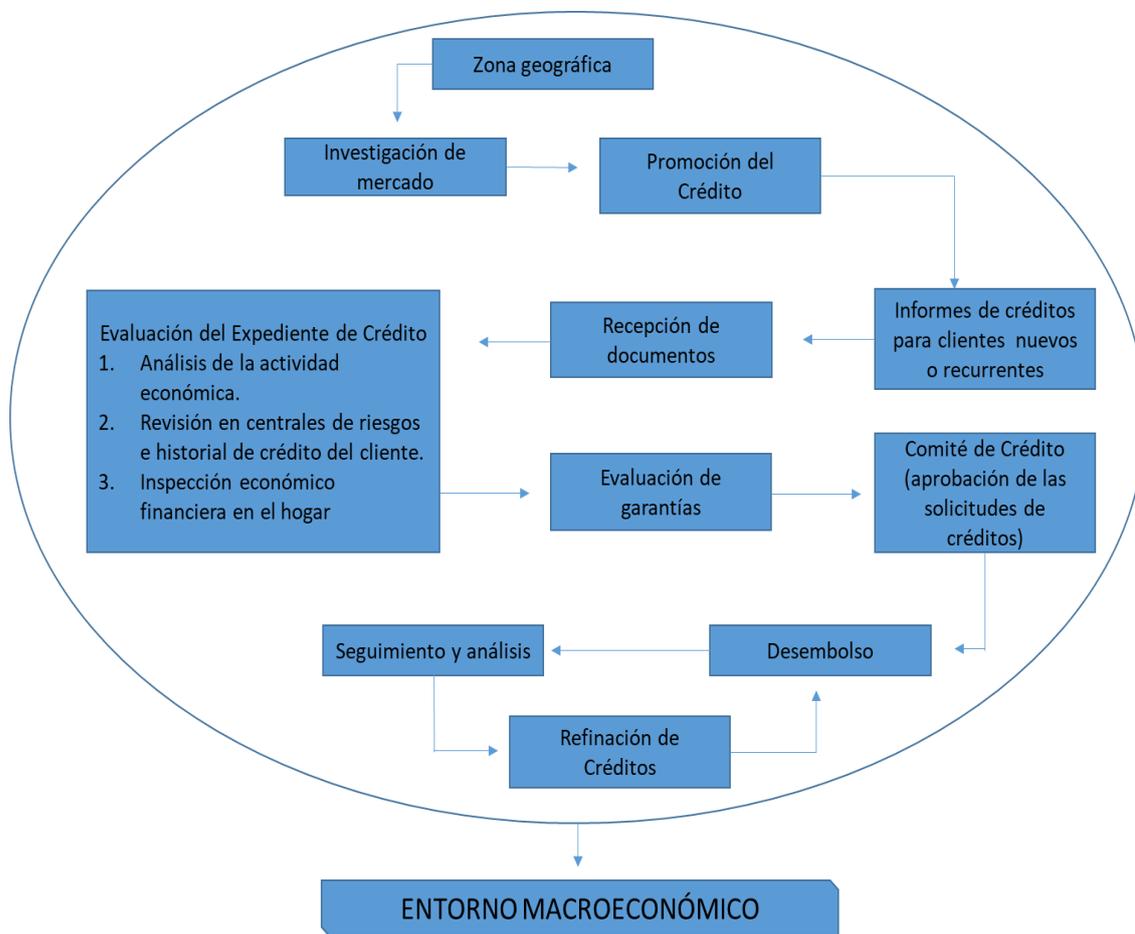


Ilustración 3. Proceso de promoción, evaluación y concesión de un microcrédito de las CMAC. Fuente: Rayo, S.; Lara, J. y Camino, D. “Un Modelo de Credit Scoring para instituciones de microfinanzas en el marco de Basilea II”.

En sus inicios, las CMAC tuvieron una vocación más regional que las entidades bancarias, que trabajan mediante agencias bajo una cobertura nacional. Ahora las Cajas tienen igualmente en una presencia nacional, no sólo en su sitio de origen sino también en departamentos distintos.

Lo anterior quiere decir que al fortalecerse las entidades micro-financieras, se han expandido también la cartera de clientes, llegando a atender a personas de bajos ingresos (Gonzales, 2006. Pág. 9). Estas han mejorado su oferta gracias al empleo de tecnología crediticia en los microcréditos, que ya en el 2004 y 2005 dieron buenos resultados, como se puede apreciar en el siguiente cuadro:

Tabla 1.

Crédito de las CMAC

Crédito a las microempresas en nuevos soles (s/. millones)					
	Jul 2004	Dic 2005	Flujo	Var %	
Caja Municipales de Ahorro y Crédito	610	1034	424	70	
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	99	172	73	74	
Crédito a las microempresas en dólares (US\$ millones)					
	Jun 2004	Dic 2005	Flujo	Var %	
Caja Municipales de Ahorro y Crédito	99	112	13	13	
Cajas Rurales de Ahorro y Crédito	21	24	3	14	

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2016.

Hasta el 2016, el sector micro-financiero (33 instituciones), está integrado por: entidades financieras especializadas, como el Banco del Trabajo, Mibanco y financiera Solución; las Cajas Municipales (13 instituciones); las Cajas Rurales (12 instituciones) y EDPYME (5 instituciones). Sin embargo, aquellos supervisados por la SBS son los siguientes:

Tabla 2.

Micro financieras supervisadas por la SBS

<i>Empresas</i>	<i>Pdte. Directorio</i>
Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	
Caja Arequipa	José Vladimir Málaga Málaga
CMSC Cusco SA	Héctor Danilo Villavicencio Muñoz
CMAC del Santa S.A.	Jenry Hidalgo Lama Presidente
Caja Huancayo	Jorge Guillermo Solis Espinoza
CMAC – ICA SA	Edmundo Rufino Hernández Aparcana
CMAC Maynas SA	Juan Lavado Abanto
CMAC Paita SA	Harry Dwight Rodriguez Castillo
CMAC Piura SA	Pedro Ghunga Puestas
CMAC Sullana SA	Joel Siancas Ramírez
CMAC Tacna SA	Aldo Gambetta Palza
CMAC – T SA (Trujillo)	Ricardo Exequiel Angulo Bazauri
Cajas Municipales de Crédito Popular (CMCP)	
Caja Metropolitana	Luis Felipe Arizmendi Echeopar

Fuente: Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, 2016.

Bases Teóricas Especializadas

Aspectos Jurídicos de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú.

En los últimos años, la presencia de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) se ha incrementado y consolidado, constituyéndose en un sistema que contribuye de manera relevante en la provisión de servicios financieros descentralizados en el país. Estas entidades financieras constituyen una oferta única en cerca de 90 distritos del país, logrando posicionarse en lugares donde la banca tradicional no lo hace o tiene una ligera presencia, cumpliendo así un rol importante en la

inclusión financiera y, por ende, en el desarrollo económico descentralizado del país.

Con la finalidad de preservar el éxito del modelo de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito y poner a su disposición las herramientas necesarias para que compitan en igualdad de condiciones que las instituciones microfinancieras privadas, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), en uso de su facultad de iniciativa legislativa, remitió al Congreso de la República, hace poco más de un año (el 7 de marzo de 2017), un proyecto de ley que modificaba el marco normativo de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito vigente en ese momento (Decreto Supremo N°157-90-EF del 28 de mayo de 1990), el mismo que fue elaborado con la participación de la Federación Peruana de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (FEPCMAC).

Cuatro meses después (el 13 de julio de 2017) se promulgó la Ley N°30607, que modifica y fortalece el funcionamiento de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, en la que se le encarga a la SBS que emita las normas que reglamenten diversos aspectos, tales como la elección de los directores de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, las nuevas operaciones y los servicios autorizados, la reinversión de utilidades, entre otros. Normas especiales Para implementar integralmente el nuevo marco normativo de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, la SBS aprobó las normas especiales para la implementación de la Ley N°30607, mediante Resolución N°1325-2018 del 05 de abril de 2018.

Estas normas especiales disponen, principalmente, lo siguiente:

- Se establecen los lineamientos relacionados con la autorización para efectuar nuevas operaciones y servicios aplicables a las CMAC a constituirse a partir de la entrada en vigencia de la Ley N°30607.

- Se establece que las CMAC, constituidas antes de la entrada en vigencia de la Ley N°30607, podrán efectuar las operaciones y servicios establecidos en el artículo 286 de la Ley N° 26702 (Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS), como emitir y colocar bonos, servir de agente financiero para la colocación y la inversión en el país de recursos externos, canalizar operaciones de comercio exterior, entre otros, en tanto posean, a la fecha de publicación de las normas especiales, una clasificación de riesgo de por lo menos “C+”, considerando la clasificación de riesgo más baja otorgada por las empresas clasificadoras que cumplan con las disposiciones señaladas en el Reglamento para la clasificación de empresas del sistema financiero y empresas de seguros (Resolución SBS N°18400-2010).
- Las CMAC, que a la fecha de la publicación de la Resolución no cumplan con la clasificación señalada anteriormente y decidan efectuar dichas operaciones y/o servicios, deberán ceñirse a lo señalado en el artículo 3 del Reglamento de Ampliación de Operaciones (Resolución SBS N°4465- 2016).
- Se establecen los requerimientos para solicitar la autorización para designar a un Gerente General, en lugar de una Gerencia Mancomunada, en el caso de las CMAC que así lo decidan.
- Se establecen los estándares de gobierno corporativo y de gestión integral de riesgos que las CMAC deberán cumplir para que el porcentaje mínimo de capitalización no se eleve de 50% a 75%.

Elección de los representantes del Directorio

El 05 de abril de 2018 también se modificó el Reglamento para la para la elección de los representantes al Directorio de las CMAC, aprobado por Resolución SBS N°5788-2015, para introducir las nuevas exigencias modificadas por la Ley N°30607. Los cambios más importantes al Reglamento son los siguientes:

- Se precisa la conformación del Directorio cuando: i) El único accionista es un concejo municipal; ii) dos CMAC se fusionan para formar una sola; iii) una o más CMAC que solo tengan como accionista a concejos municipales adopten esquemas de reorganización societaria que no se encuentran previstos en el numeral anterior, o cuando más de dos CMAC que solo tengan como accionista a concejos municipales se fusionen; iv) cuando una CMAC tenga participación accionaria en otra; y, v) cuando uno o más terceros accionistas adquieran acciones suscritas con derecho a voto de la CMAC.
- Se precisa que cuando terceros accionistas adquieran más del 50% del total de las acciones suscritas con derecho a voto de la CMAC, esta se registrará por las disposiciones de la Ley General de Sociedades.
- Se uniformiza el periodo de duración en el cargo de director a tres años.
- Las sesiones del Concejo Municipal, cuando actúa en calidad de Junta General de Accionistas de una CMAC, deben realizarse de manera reservada.
- Se incorpora el proceso de designación de los directores representantes de terceros accionistas. Con este nuevo marco normativo, se espera que las CMAC se fortalezcan y logren un desarrollo sostenible en favor de la economía, el sistema financiero, las microfinanzas y la inclusión financiera en el país.

Fidecomiso

La mayoría de autores coinciden en mencionar que “El fideicomiso es una relación jurídica que nació en Roma como un sistema puro, en que se transfería la propiedad al fiduciario confiando que actuaría conforme lo pactado entre las partes. Por su parte, el trust anglosajón constituyó un doble derecho de propiedad, la propiedad formal a favor del trustee

y la propiedad económica a favor del beneficiario. Todos los mecanismos han tenido por finalidad”. (Vivanco. 2017. Pág. 40)

La palabra fideicomiso se deriva del latín “fideicommissum”, que une dos términos, fidei (confianza) y commissus (confiado). Desde su forma tradicional, cuando se le vinculó al derecho sucesorio, el fideicomiso es un traspaso de bienes de una persona a otra para el cumplimiento de unos fines determinados. Usualmente, el patrimonio autónomo del fideicomiso es un conjunto de activos separados del patrimonio de quien lo otorgó, resguardándolo así de riesgos financieros y comerciales.

De acuerdo al artículo 241 de la Ley N° 26702, esta figura es una vinculación jurídica en la que un individuo u organización, conocido como el fideicomitente, traslada uno o más bienes a otro individuo u organización, denominado fiduciario, quien lo utiliza a favor de aquél, o de un tercero, a quien se le denomina fideicomisario, conformándose un patrimonio autónomo o fideicometido.

El concepto expresado rescata está integrado por los siguientes elementos:

1. Una vinculación jurídica, expresada unilateralmente, por un testamento, o bilateralmente, en un contrato.
2. El fideicomitente es el que tiene la propiedad sobre un bien o bienes que la trasmite en beneficio de otra persona (fiduciario).
3. La transferencia no representa la propiedad, (carece del ius abutendi y es temporal), además de estar condicionada a que el fiduciario emplee los bienes para el objeto y fin del acto constitutivo.
4. El beneficiario puede ser fideicomitente o tercero, es decir el fideicomisario.

- El patrimonio del fideicometido no es el mismo que del fideicomitente, incluso del fideicomisario.

En virtud del fideicomiso el fideicomitente designa ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de ese fin a una institución fiduciaria. El fideicomiso será válido, aunque se constituya sin señalar fideicomisario.

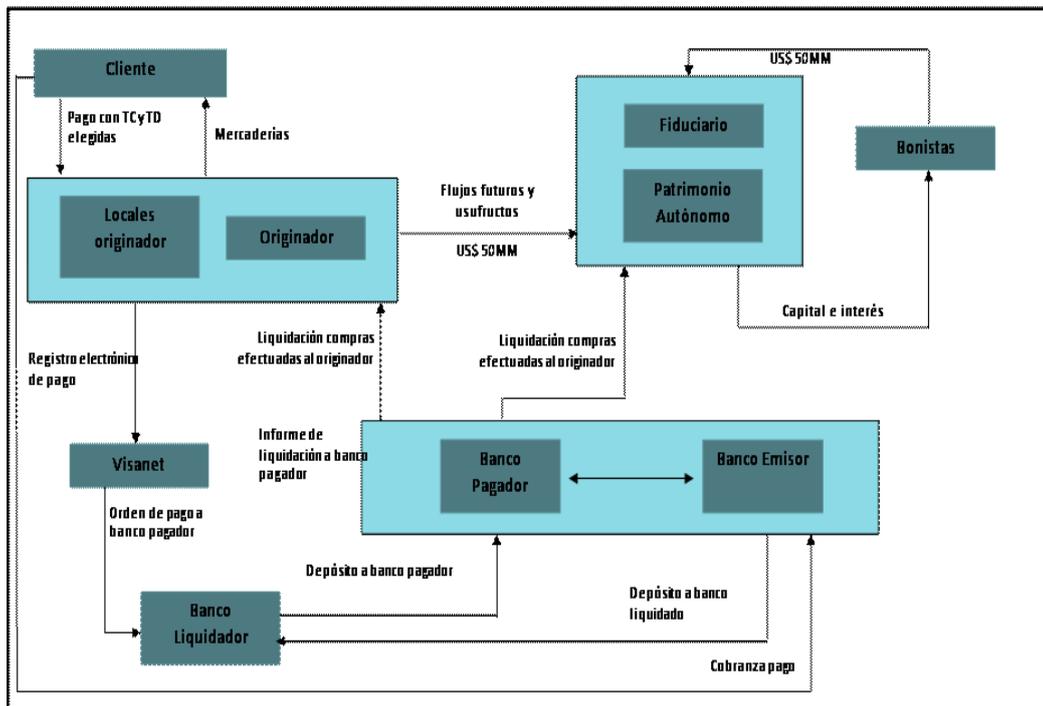


Ilustración 4. Ubicación del patrimonio autónomo (y del fideicomiso) en el proceso de titulización de activos. Fuente: CONASEV, 2016.

Por otro lado, el referido artículo 241 señala que “el patrimonio fideicometido es distinto al patrimonio del fiduciario, del fideicomitente, o del fideicomisario y en su caso, del destinatario de los bienes remanentes. Los activos que conforman el patrimonio autónomo fideicometido no generan cargos al patrimonio efectivo correspondiente de la empresa fiduciaria, salvo el caso que por resolución jurisdiccional se le hubiera asignado responsabilidad por mala administración, y por el importe de los correspondientes daños y perjuicios”.

Es importante señalar que el hecho de que “el fiduciario es titular de un derecho real sobre activos que no tienen dueño no ha impedido el crecimiento en los últimos años de los fideicomisos, titulaciones, fondos mutuos y fondos de inversión en el Perú. Para analizar esta situación desde una perspectiva jurídica, partiremos de afirmar que el patrimonio autónomo constituye un sustituto idóneo del trust en el civil las que propende a la realización de los mismos valores del provecho y la eficiencia” (Bregante, 2016, pág. 30).

Naturaleza Jurídica de Fideicomiso

El fideicomiso es un concepto jurídico sui Generis y complejo. No obstante, es mayormente compatible con otras figuras jurídicas. En ese sentido, “por medio del fideicomiso el fiduciario administra bienes transferidos por el fideicomitente para la constitución de un patrimonio autónomo, con carácter temporal y limitado, para contribuir a conseguir la finalidad querida a favor del beneficiario”. Cairampoma, 2017. Pág. 18).

En el caso del contrato de compraventa, igualmente existe un traspaso de dominio, sin embargo, en el fideicomiso el "ius abutendi" no cubre a los bienes fideicometidos, circunscribiéndose a los frutos y productos, que el mismo fiduciario gestiona en beneficio del fideicomisario o del fideicomitente. Asimismo, el traspaso del bien no se realiza a perpetuidad, dado que al finalizar el plazo y cumplida las condiciones del acto constitutivo, este es revisado.

Por otro lado, el depósito es semejante con el fideicomiso por el compromiso de custodia, aunque se diferencian, básicamente, en que el depositario no puede gestionar los bienes en custodia, lo que sí está permitido por el fideicomiso.

Para el caso del mutuo se genera la obligación del deudor de cancelar a su acreedor el monto establecido, mientras que en el fideicomiso el retorno del bien fideicometido se realiza al fideicomitente o a quien haya sido determinado en el acto constitutivo.

Por otro lado, se asemeja al mandato, dado que el fiduciario realiza las gestiones cumpliendo lo establecido por el fideicomitente, no obstante, en aquel no se produce la transferencia de propiedad, que esté vinculada a las condiciones relacionadas al acto constitutivo, como es el caso del fideicomiso.

Con respecto al contrato a favor de tercero, por ejemplo, en el fideicomiso el fiduciario no transfiere la propiedad de los bienes que se le ha encargado gestionar en fideicomiso, asimismo los traspasos de los frutos y productos, son para gestionar de la mejor manera el patrimonio fiduciario, siempre a favor del fideicomitente o del fideicomisario.

En relación a la figura de la cesión de crédito, el cedente facilita el uso y disfrute de los derechos cedidos. Por el contrario, en el caso del fideicomiso, el banco fiduciario puede y debe exigirle al fideicomitente la integración de las propiedades que son materia del fideicomiso.

Finalmente, el fideicomiso es distinto a la comisión de confianza, por cuanto esta se realiza *intuitu personae*, por lo que existe el compromiso de cumplir un encargo. Mientras que el fideicomiso es autónomo. Es decir, está sujeta a encargo ("dominio fiduciario").

En resumen, la naturaleza jurídica del fideicomiso transita entre la teoría del negocio jurídico, dentro del cual están las corrientes de pensamiento que establecen que este se constituye con la sola manifestación de voluntad del fideicomitente, y las teorías de mandato y del patrimonio de afectación.

Para finalizar, “hay autores que consideran al dominio fiduciario como un auténtico derecho real de propiedad, de carácter temporal, otorgado al fiduciario; mientras que otros autores niegan que el fiduciario ostente un derecho real y por el contrario, argumentan en favor de considerar que el fiduciario no es más que un administrador de un bien que no le pertenece al fiduciante, fiduciario y fideicomisario. Expongamos brevemente dichas posiciones”. (Vivanco, 2017. Pág. 22).

El referido autor señala un criterio que define consistencia en una de esas dos teorías “el fiduciario recibe una retribución por sus servicios, algo que es incompatible con el ejercicio del derecho de propiedad, y que se encuentra sujeto a asumir la responsabilidad por los actos dolosos o negligentes que realice en el ejercicio de sus deberes, estando incluso sujetos al pago de indemnizaciones en caso de causar perjuicios a las partes, o a terceros”. (Vivanco, 2017. Pág. 23).

Marco Conceptual

En este subcapítulo se realiza una descripción de la normativa principal que regula el sistema financiero peruano, que al mismo tiempo sirve de base para la gestión de las CMAC. Asimismo, se describe las normas que han sido promulgadas en otros Estados de la región latinoamericana.

Normativa Peruana

Distintos autores señalan que, en el Perú, “el sistema fiduciario, y que perdura hasta hoy, es influencia de la misión Kemmerer. A través de la evolución normativa, desde las comisiones de confianza hasta el fideicomiso actual, advertimos dos etapas bien definidas: la primera etapa caracterizada por una intervención directa e inmediata por parte del Superintendente de Bancos, con capacidad para exigir y ejecutar depósitos de garantía a los bancos; mientras que en la segunda etapa, vigente hasta hoy, la Superintendencia conserva la potestad de designar

a los fiduciarios, pero sin la facultad para exigir depósitos de garantía”. (Vivanco, 2017. Pág. 40). La normativa a considerar es la siguiente:

- (Ley del Mercado de Valores, aprobado por Decreto Supremo N° 093-2002-EF , 2002). La finalidad de este dispositivo es de “promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista” (artículo 1 de la referida Ley), la misma que se guía por principio de calidad de la información, publicidad y transparencia del mercado.
- De acuerdo a esta norma, “existen dos clases de fideicomisos en el Perú: el fideicomiso bancario, que denominaremos así por estar regulado por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (Ley N° 26072) y el fideicomiso de titulización, regulado por la Ley del Mercado de Valores, Ley N° 861. La presente tesis, así como la hipótesis y su planteamiento, giran en torno a la regulación del fideicomiso bancario”. (Vivanco, 2017. Pág. 35).
- Resolución CONASEV N° 0001 – 97 – EF
- Ley general del Sistema Financiero y Sistema de Seguros y Orgánica de la SBS N° 26702.
- Ley General de Sociedades N° 26887.
- Norma internacional de Contabilidad, N° 32 y 39 que presenta principios para la presentación de los instrumentos financieros como pasivos o patrimonio neto, así como para la compensación de activos y pasivos financieros, y la definición de principios para

el reconocimiento y la medición de los activos financieros y pasivos financieros.

De acuerdo a Herrera (2010. Pág. 58) estas normas permiten reconocer los activos titulizados por las empresas nacionales de supermercados de manera más fiable de tal manera que satisfaga las exigencias de los usuarios de la información financiera, así como los activos generados en el proceso de titulización por parte de los fideicomitentes de acuerdo a la realidad por los que han generado los mismos.

Legislación Comparada

1. Bolivia

- Ley 2297 (2001): Fortalecimiento de la normativa y supervisión financiera.
- Ley 1834 (1998): Sobre mercado de valores y titularización.

2. Brasil

- Ley 8668 de 1993: Busca que los activos que respaldan la inversión de las participantes no se vea afectado por los acreedores de la sociedad administradora. Artículo 6: Patrimonio fiduciario.

3. Costa Rica

- Ley 15 (1936): Autorización a bancos Comerciales a desempeñar comisiones de confianza.
- Ley 3284: Código de comercio (1964) Regula en forma completa la materia.

4. Chile

- Ley 4827 (1930): Facultades otorgadas a los bancos.

- Decreto con fuerza de Ley (DFL) N°3 del Ministerio de hacienda: Ley general de bancos y otros cuerpos legales.
- En el referido país se “se han desarrollado procesos de securitización de valores, basados en la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores. Si bien es cierto esta norma no contempla expresamente esta operación como una operación de fideicomiso, se otorga a las propias sociedades securitizadoras, las sociedades financieras, las administradoras de mutuos hipotecarios u otras entidades que autorice la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) la capacidad para administrar los patrimonios que respaldan la emisión de los títulos efectuado por las sociedades securitizadoras” (Vivanco, 2017, pág. 27).

5. Ecuador

- Ley del mercado de valores de 1998: Creación de sociedades administradoras de pensiones y fideicomisos.
- Es importante tener en cuenta que, “de acuerdo con el artículo 112 de la LMV, los negocios fiduciarios “son actos de confianza” mediante los cuales el fideicomitente transfiere en propiedad o no determinados bienes a favor del fiduciario, quien debe cumplir determinadas prestaciones en beneficio del fideicomitente o un tercero” (Vivanco, 2017, pág. 30).

Definición de Términos

Administrador: es la entidad encargada de administrar y mantener los activos titulizados. Además, canalizan los pagos realizados por los deudores originales y los derivan a los inversionistas dueños de los valores emitidos.

Calificación crediticia: Evaluación realizada por una agencia independiente y especializada, de la capacidad de un deudor para hacer frente a sus compromisos de pago asumidos en una emisión.

Captaciones: En el caso de las CMAC estas se encuentran agrupadas principalmente por el ahorro corriente, el ahorro con órdenes de pago y los depósitos de plazo fijo.

Colocaciones: Para las CMAC estas reúnen a los créditos pignoraticios, los créditos personales y los préstamos a las micros empresas y pequeñas empresas.

Dominio fiduciario: Según al artículo 313 de la Ley de Mercado de Valores, gracias a esta figura jurídica una sociedad titulizadora puede ejercer plenos poderes en un patrimonio fideicometido, incluidas las de administración, uso, disposición y reivindicación sobre los activos que integran el patrimonio fideicometido, las mismas que son ejercidas con arreglo a la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso y con observancia de las limitaciones que se hubieren establecido en el acto constitutivo.

Emisión principal y subordinada: Distribución del riesgo de insolvencia y morosidad de desigual manera entre los inversores que adquieren los bonos procedentes de la titulización. Básicamente, es el lanzamiento de dos clases de títulos, es decir la división de la emisión en dos tramos, uno principal y otro subordinado.

Emisor: La entidad que emite los bonos o valores transables en el mercado secundario, respaldados por los activos titulizados” (Vivanco, 2017, pág. 44).

Factor fiduciario: Corresponde a “la persona natural designada por el fiduciario para representar y conducir las operaciones del fideicomiso. Debe acreditar idoneidad técnica y moral para el ejercicio de sus funciones”

Fideicomiso de titulización: Según la Ley de Mercado de Valores, “En el fideicomiso de titulización, 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” (artículo 301, de la Ley de Mercado de Valores).

Fideicomitente: En la doctrina “es la persona con la facultad de disponer de sus bienes para transferirlos para la constitución del fideicomiso”. Es decir, “Es la persona que transfiere bienes en fideicomiso a otra persona denominada fiduciaria. Para que el fideicomitente se constituya como tal, debe ser capaz de poder disponer de sus bienes y puede ser cualquier persona natural o jurídica, de derecho público o privado. El fideicomisario puede ser al mismo tiempo fideicomisario”. (Vivanco, 2017. Pág. 38).

Fiduciario: Se define como la persona quien “quien recibe los bienes en fideicomiso. La mayoría de países latinoamericanos sólo permite que determinados actores, previa autorización, actúen como fiduciarios”. Asimismo, “Se requiere del fiduciario especial solvencia ética y profesional, ya que en él recaerá la administración y ejecución del objeto del fideicomiso. De acuerdo con el artículo 242 de la Ley General, podrán actuar como fiduciarios: COFIDE, las empresas de operaciones múltiples, las empresas de servicios fiduciarios, así como las empresas o instituciones supervisadas por la Superintendencia” (Vivanco, 2017, pág. 38).

Por otro lado, “el fiduciario es un vehículo, pero no una “cáscara”, por lo que la existencia de una comisión o comité no generará una liberación total de responsabilidad del fiduciario, ya que de lo contrario se volvería un vehículo arrendado para el manejo del comité. La responsabilidad del fiduciario no se

extingue por la designación de una comisión o comité”. (Vivanco, 2017. Pág. 24).

Fideicomisario: Se le considera como el beneficiario del fideicomiso, el cual podrá o no participar en el contrato de fideicomiso y el cual tiene un derecho de crédito respecto a los bienes que componen el patrimonio fideicometido.

Hipotecas Subprime: Préstamos para viviendas en los que se relajan o no se respetan los criterios que se adoptan para las hipotecas prime o hipotecas que cumplen todos los requisitos exigidos para la concesión de un préstamo hipotecario, como es la verificación de los ingresos del demandante, plazos de amortización y monto del préstamo adecuados y, en general, los elementos que garanticen una elevada probabilidad de devolución del préstamo.

Intermediación: El artículo 6 de la Ley General de Valores define a esta como “la realización habitual, por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores. Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial en el precio”.

Mejora crediticia: Conjunto de coberturas o mecanismos de protección que pueden concurrir en una emisión de titulización, por ser un aspecto esencial del proceso ha dado lugar al desarrollo de una industria mejorada.

Mejorador: Es la persona otorgante de garantías complementarias para el cumplimiento de los derechos que otorgan valores emitidos de acuerdo al proceso de titulización.

Mercado Financiero: Ente en que aquellas empresas o personas que requieren capital lo tomen de aquellas que lo tienen disponible, es decir, se canalice el ahorro interno y externo de las empresas.

Originador: Es la persona jurídica generadora de los flujos futuros y propietarios de los activos a titulizarse.

Patrimonio Autónomo: Según la doctrina “la constitución de un patrimonio autónomo garantiza la sujeción de un conjunto de bienes y derechos al derecho de satisfacción coactiva de un grupo acreedores y, consecuentemente, excluye a otro grupo de acreedores. Ningún acreedor de las partes involucradas podrá embargar el patrimonio, dado que éste solo podrá ser embargado por sus acreedores garantizados. En resumen, este patrimonio responde solo por las obligaciones contraídas para alcanzar el objetivo (fin) para el que ha sido constituido. Por esta situación, que preocupa enormemente a las partes involucradas, era necesario estipular – adicionalmente- que el fiduciario no tiene derecho de propiedad sobre los bienes que conforman el patrimonio fideicometido (autónomo)”. (Bregante, 2016, pág. 37).

Patrimonio Fideicometido: De acuerdo al artículo 310 de la Ley de Mercado de Valores “el acto constitutivo, una vez cumplida la forma establecida, genera un patrimonio autónomo, distinto al patrimonio propio de la sociedad titulizadora, del fideicomitente, del fideicomisario y de la persona designada como destinatario de los activos remanentes del fideicomiso”.

Riesgo del Crédito: Consiste en la posibilidad de pérdida para la empresa originadora por no pago o demora del pago por parte de los créditos que conforman el patrimonio autónomo.

Riesgo de Descalce: Se produce cuando hay un descalce de tasas, plazos o monedas entre los activos que originan la operación y los pasivos que lo representan.

Riesgos Estructurales o de Terceros: Tendrán su origen en los agentes que contribuyen y gestionan la emisión de titulización, la entidad cedente, la sociedad gestora, la entidad depositaria y el mismo fondo de titulización.

Riesgo de Prepago: Riesgo de la liquidación anticipada de los créditos e inversiones. La opción de prepago o cancelación anticipada puede causar desorden, ya sea total o parcial, pues modifica los flujos, la posible rentabilidad y la variación del vencimiento.

Securitización: Término que se toma como sinónimo de titulización, que se conoce como el “proceso financiero de segregación de activos de un negocio 73, que permite obtener recursos de inversionistas sin exponerlos al riesgo propio de la empresa. Para ello, por un lado, la securitization debe necesariamente configurar un “(true) sale” a favor de un vehículo de propósito especial (special purpose vehicle, SPV) para efectos de evitar que, en caso de quiebra del originador, los activos traspasados retornen al patrimonio del originador para responder por las acreencias de este último”

Servidor: Es la entidad que ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes del patrimonio de propósito exclusivo”.

Sociedades Titulizadoras: De acuerdo al artículo 302 de la Ley de Mercados de Valores “a 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”.

Tecnología Crediticia: Son los principios, políticas, metodologías de evaluación del crédito llevadas a cabo por una institución para desarrollar operaciones en un segmento de mercado.

Título: Representación de un derecho sobre algo a través de una manifestación cartular, expresada en un valor, el cual no necesariamente

deberá contar con la característica de ser "mobiliario", aunque dicha característica sea exigencia en mercados organizados de valores (Benavides, 2000, 135).

Titulización: Según la Ley del Mercado de Valores, es “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. De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine Conasev mediante norma de carácter general” (Artículo 291, modificado por el Artículo 6 de la Ley N° 29720). (Ministerio de Economía y Finanzas)

Transferencia de Activos: Es “la transferencia de activos a los patrimonios de propósito exclusivo o a las Sociedades Tituladoras, o la transferencia inversa, se efectúa a través de los actos jurídicos que corresponda de acuerdo a su naturaleza. Tratándose de cesión, ésta puede efectuarse en uno o varios actos, individualizándose los activos con indicación de sus características” (primer párrafo del artículo 296 de la Ley de Mercado de Valores).

Valores Mobiliarios: De acuerdo al artículo 3 de la Ley de Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, son aquellos “emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor”.

III. MÉTODO

El método que se expone a continuación intenta conciliar las exigencias formales de la Universidad, con la necesidad de manejar una metodología idónea para analizar el tema y generar resultados ajustables a la realidad del mercado financiero peruano.

Aunque debemos aclarar que el caso de la investigación cualitativa, de tipo exploratoria, que se plantea se debe hablar de conceptos, más que de variables, por cuestiones didácticas debemos mencionar, siguiendo lo planteado por Hernández Sampieri (2010. Pág. 120), en su libro Metodología de la Investigación, que en las investigaciones de este tipo de estudios no se plantea hipótesis, más se puede determinar una hipótesis de trabajo, que se vaya afinando en el proceso de investigación o se genere posiblemente al final de este.

Es claro que, según este autor, esta hipótesis “no se prueba estadísticamente” (Hernández, 2010, p. 370). Esto quiere decir que no se debe hablar de variables propiamente, sino más bien de categorías. Otros autores coinciden en señalar que “las hipótesis de trabajo cualitativas son, pues, generales o amplias, emergentes, flexibles y contextuales; además, son capaces de adaptarse a los datos y avances del curso de investigación” (Valderrama, 2016, p. 252).

Los conceptos de Hernández y Valderrama consolidan la idea general por la cual se reconoce que “la investigación cualitativa es utilizada para estudiar organizaciones, instituciones, movimientos sociales, transformaciones estructurales, entre otros. Por su íntima relación con la creación de teoría y por privilegiar el examen de las diferencias por sobre la búsqueda de las homogeneidades, este tipo de indagación habilita a la incorporación de nuevas y renovadas formas de conocer” (Vasilachis de Gialdino, 2014, p. 34).

3.1 Tipo de Investigación

Básica, porque se pretende teorizar en merito a la doctrina y legislación peruana. Si bien se realiza un examen del sistema microfinanciero peruano, desde la perspectiva de las CMAC, no se evalúa un caso particular, por lo que no desarrolla características de una investigación de tipo aplicada. Este aspecto, consolida la vertiente cualitativa de la investigación, basada en la exploración de fuentes bibliográficas que han generado propuestas tendientes a fortalecer el papel de las CMAC en el sistema financiero peruano, con herramientas financieras de reciente incorporación y regulación en el mercado.

La investigación también es descriptiva, por cuanto intenta deducir un bien o circunstancia que se esté presente en un determinado periodo de tiempo o escenario. Por ello, se aplica describiendo todas sus dimensiones, en este caso se describe el órgano u objeto a estudiar, definiendo su trayectoria y desarrollo dentro del sistema.

3.2 Población y Muestra

Es importante recordar en este sub-tema lo señalado por Hernández Sampieri (2010), en el sentido de que en las investigaciones cualitativas la elección de la muestra ocurre cuando se define el contexto donde se desarrolla el estudio, aspecto definido específicamente en punto (Delimitación de la investigación).

Aún más, el referido autor resalta que “en los estudios cualitativos el tamaño de la muestra *no* es importante desde una perspectiva probabilística, pues el interés del investigador *no* es generalizar los resultados de su estudio a una población más amplia. Lo que se busca en la investigación cualitativa es profundidad. Nos concierne casos (participantes, personas, organizaciones, eventos, animales, hechos, etc.) que nos ayuden a entender el fenómeno de estudio y a responder a las preguntas de investigación” (Hernández-Sampieri, 2010, p. 394).

Sumándose a estos argumentos, existen autores que han definido lo que se debe entender como “muestra” en los estudios cualitativos: “Es un grupo de personas,

eventos, sucesos, comunidades, etc., sobre el cual se recolectarán los datos, pero que no necesariamente es representativo del universo o población global que se estudia” (Valderrama, 2016, p. 260). Es más, ese mismo autor sugiere que para los estudios de casos, como el que se plantea en la presente investigación, el tamaño de la muestra debería ser entre seis a diez casos (si es en profundidad) o uno o varios (si es en general).

Tanto Hernández-Samiperi como Valderrama coinciden en determinar que la muestra se definirá por el número de casos que se puede manejar de manera realista y según los recursos que se disponga; cuántos de estos casos nos permiten responder a las preguntas de investigación; y si los casos son frecuentes y accesibles.

Por constituir una investigación jurídica de carácter teórico y por ende cualitativo solamente se realizó el análisis documental de los resultados de los estados financieros de las cajas municipales que son reportados en datos vinculados a los ingresos, el nivel de las colocaciones y depósitos, así como la participación en el sistema micro-financiero.

En ese sentido, de todo el sistema micro-financiero se ha tomado a las once CMAC que son monitoreadas por la SBS, el BCR y la Contraloría General de la República. La primera de ellas ha generado información sobre el estado actual, mientras que la presentación de su evolución ha sido consolidada por la Federación de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito.

3.3 Operacionalización de las Variables

Variable Independiente: Titulación de Activos

Variable Dependiente: Cajas Municipales de Ahorro y Crédito

Tabla 3.
Operacionalización de las Variables

VARIABLES	DIMENSIONES	INDICADORES	FUENTE DE VERIFICACIÓN
Independiente: Titulación de Activos	Instrumentos Financieros	Fidecomiso Depósitos Rentabilidad Créditos	Métodos generales de la ciencia. - Análisis - Síntesis - Deducción - Inducción
Dependiente: Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	Activos Generados	- Montos de Créditos otorgados - Número de Clientes - Montos de Depósitos - Montos por Cuentas por Cobrar - Créditos Hipotecarios - Montos de Atrasos	Métodos generales de la ciencia. - Análisis - Síntesis - Deducción - Inducción

Fuente: Autor (2018)

3.4 Instrumentos

Constituyen el material físico que corresponden a las diferentes técnicas y estas es:

- ❖ Fichaje: Este básicamente se realizó a las fuentes bibliográficas relacionadas al estudio de las variables.

3.5 Procedimiento

Para darle cumplimiento a la investigación, se trabajó con las siguientes fases:

Fase I: Identificación del Problema

Fase II: Revisión bibliográfica de las teorías relacionadas con las variables.

Fase III: Selección de la muestra poblacional.

Fase IV: Elaboración del instrumento necesario para el levantamiento de información, se sometieron a la validación por parte de los expertos seleccionados y por último se aplicó a la población estudio.

Fase V: Análisis de los Resultados: Después de aplicado los instrumentos, se realizó el análisis de la información obtenida.

En este punto se han empleado técnicas de procedimientos principalmente de corte cualitativa, complementadas con análisis estadísticos, con el único fin de profundizar en la descripción del fenómeno de estudio.

3.6 Análisis de Datos

Una vez definidas las fuentes y procesada la información en fichas, se procedió a la redacción buscando categorizar en conceptos las variables identificadas, de tal forma que contribuyan a definir la relación teórica entre estas.

El análisis de acuerdo a categorías conceptuales no solo ayudó a ordenar la información, sino también a presentarla de forma lógica y expresar mejor la interrelación entre las variables, en el caso de la definición de los indicadores financieros que permita describir la evolución de los activos de las CMAC, útiles en la titulización.

Complementariamente, al haber separado la información teórica de la estadística se procedió a consolidar dicha data en el programa informático Excel, la misma que ayudó a presentar los primeros resultados de tipo descriptivo de la investigación.

Los resultados cuantitativos históricos contribuyeron igualmente al análisis estadístico correlacional, empleando para ello los comandos de análisis bivariados del programa SPSS 20.0, con lo que se pudo definir el nivel de asociación entre las variables en estudio, bajo el coeficiente de Pearson.

Es importante señalar que el referido coeficiente fue tomado en cuenta gracias a su capacidad no sólo de establecer el grado de asociación, sino también a la definición que realiza sobre la consistencia de los datos reales tomados de los registros de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Los resultados fueron mostrados en formato tablas e ilustraciones (barras y líneas de tendencia). A partir de ellos se interpretaron también estos. No obstante, estos resultados igualmente pueden servir para definir una proyección en el comportamiento de los datos, según el histórico definido.

IV. RESULTADOS

Contrastación de Hipótesis

Como se mencionó anteriormente, el primer momento de análisis constituyó a la descripción de las hipótesis de trabajo. En ese sentido, por el enfoque cualitativo de la investigación, la contratación de hipótesis no será estadística, sino “teórica”, iniciando por las específicas y finalizando deductivamente por la general, la cual representa el eje central de la investigación:

- ✓ ***Hipótesis secundaria 1.*** La normatividad constituye el aspecto jurídico de la gestión de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro, que permiten la generación y colocación de carteras de títulos de valores con respaldo de créditos.

La formación de un patrimonio autónomo es uno de los aspectos jurídicos más valorados como mecanismo de financiamiento, por la seguridad que la ley otorga a este tipo de instrumentos bajo la figura de dominio fiduciario, definido en los siguientes términos por el artículo 4 de la Reglamento del Fideicomiso y de las organizaciones que desarrollan servicios fiduciarios (1999. Pág. 4):

El dominio fiduciario es el derecho de carácter temporal que otorga al fiduciario las facultades necesarias sobre el patrimonio fideicometido, para el cumplimiento del fin o fines del fideicomiso, con las limitaciones establecidas en el acto constitutivo, según lo señalado en el Artículo 252 de la Ley General de Superintendencia de Bienes y Seguros (1999); la cual establece las facultades del fiduciario sobre bienes que recibe:

“El fiduciario ejerce sobre el patrimonio fideicometido, dominio fiduciario, el mismo que le confiere plenas potestades, incluidas las de administración, uso, disposición y reivindicación sobre los bienes que conforman el patrimonio fideicometido, las mismas que

son ejercidas con arreglo a la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso, y con observancia de las limitaciones que se hubieren establecido en el acto constitutivo. Dependiendo de la naturaleza del fideicomiso, el fideicomitente y sus causahabientes son titulares de un derecho de crédito personal contra el patrimonio fiduciario”.

“La empresa fiduciaria sólo puede disponer de los bienes fideicometidos con arreglo a las estipulaciones contenidas en el instrumento constitutivo. Los actos de disposición que efectúe en contravención de lo pactado son anulables, si el adquirente no actuó de buena fe, salvo el caso de que la transferencia se hubiese efectuado en una bolsa de valores. La acción puede ser interpuesta por cualquiera de los fideicomisarios, el fideicomitente y aún por la propia empresa fiduciaria”. (Pág. 139).

Este dominio, si bien no es propiamente la propiedad que ejerce un tercero, representa una sesión temporal de la misma o suspendida siempre que se haga estricto cumplimiento de lo establecido en el contrato que le dio origen, como menciona el artículo 3 del referido reglamento:

El patrimonio fideicometido está constituido por los bienes transferidos en fideicomiso y por los frutos que éstos generen. El patrimonio fideicometido es distinto al patrimonio del fideicomitente, del fiduciario, del fideicomisario, de cualquier otro patrimonio fideicometido administrado por el fiduciario y, de ser el caso, del destinatario del remanente. (Reglamento del Fideicomiso y de las organizaciones que desarrollan servicios fiduciarios, 1999. Pág. 3)

De esta manera, la seguridad brindada por la norma al patrimonio dado en fideicomiso, que potencialmente puede generarse del concurso de los activos

de las CMAC, constituye junto con el contrato privado elementos de juicio que nos pueden llevar a concluir que el factor financiero está en la obligación de que su administración se realice cumpliendo el propósito de sus contratantes, que en este caso es la generación de liquidez para la generación de nuevos créditos en favor de sus clientes.

Aún más la figura del fideicomiso dista mucho de la tradicional figura del Código Civil de una misma persona con un mismo patrimonio, por cuanto les permitiría a personas jurídicas como las CMAC contar con diferentes patrimonios autónomos, con lo que amplía su cartera de inversiones.

- ✓ ***Hipótesis secundaria 2.*** Los instrumentos financieros de las CMAC de Perú son utilizados de manera eficaz

De lo expresado líneas arriba se determina que los instrumentos financieros determinan no sólo la seguridad del acto jurídica, sino también el resguardo de un patrimonio de carácter financiero capaz de respaldar la generación de títulos valores. Esto gracias a que este contrato genera una relación jurídica entre un fideicomitente, que es la fuente del aporte, quien transfiere bienes en fideicomiso a un fiduciario, con el fin de constituir un patrimonio autónomo, que estará bajo el dominio de este último y vinculado al cumplimiento de un fin específico a favor del primero de ellos o de un tercero, a quien se le denomina fideicomisario.

Este patrimonio autónomo, como se ha descrito en capítulos anteriores, se distingue del patrimonio de las tres partes antes mencionadas en el contrato de fideicomiso. Esta “separación patrimonial” es una de las formas de asegurar su disposición a fines distintos al que dieron origen su creación. La seguridad del patrimonio, en ese sentido, se sustenta en que son inembargables, cuentan con contabilidad independiente, siendo asimismo su auditoría realizada de forma separada, y de acuerdo a ley cuentan con ciertos beneficios tributarios.

Desde su aspecto comercial y financiero este contrato representa una fuente de negocio interesante para las CMAC, porque le permite (siempre que se cumpla con su finalidad) disponer de efectivo que en un tiempo más corto con lo que pueden generar nuevos ingresos, que podrían superar la inversión realizada para construir este mecanismo de financiamiento de largo plazo.

- ✓ **Hipótesis secundaria 3.** Existe una relación lineal entre los instrumentos financieros y los activos generados por las CMAC de Perú en el periodo de tiempo de 2009 a 2017. Los resultados manifiestan un alto grado de asociación entre los instrumentos financieros y los activos generados por las CMAC durante el periodo de estudio, lo que demuestra la capacidad de captación de clientes, cuyos créditos o depósitos resultan ser una parte muy importante de sus activos, así como un indicador de su participación en el mercado financiero.

- ✓ **Hipótesis principal.** Los instrumentos de la titulización de activos empleados por las Cajas Municipales de Ahorro y Créditos en el Perú, han influido de manera positiva.

De los fideicomisos el que se ajusta más a las necesidades de las CMAC es el fideicomiso en garantía, no sólo por su múltiple empleo en proyectos de inversión en distintos sectores económicos, dado que sirve de garantía del cumplimiento de obligaciones que una persona mantiene frente a otra, con un patrimonio autónomo que puede sustentarse en toda clase de activos. Este es definido en el artículo 15 del Reglamento de Fideicomiso de la siguiente forma:

En el fideicomiso en garantía los bienes integrados en el patrimonio fideicometido están destinados a asegurar el cumplimiento de determinadas obligaciones, concertadas o por concertarse, a cargo del fideicomitente o de un tercero. El fideicomisario, en su calidad de acreedor puede requerir al fiduciario la ejecución o enajenación de

acuerdo al procedimiento establecido en el acto constitutivo. Reglamento del Fideicomiso y de las organizaciones que desarrollan servicios fiduciarios (1999. Pág. 8)

Entre estos activos, se encuentra los flujos de ingresos, como los derechos de cobro y flujos dinerarios que genere el fideicomitente, incluso las sumas de dinero expresadas en cuotas para el pago de determinado financiamiento, como suelen ser los préstamos que otorgan las CMAC, entre los que se encuentra los créditos inmobiliarios. Además, debe contener las siguientes disposiciones, según el artículo 16 del Reglamento de Fideicomiso:

- a) Determinación de las obligaciones que serán respaldadas con el patrimonio fideicometido o, en su defecto, los criterios que permitan determinar dichas obligaciones;
- b) Indicación sobre la revocabilidad o irrevocabilidad del fideicomiso. A falta de tal indicación, el fideicomiso se considerará irrevocable;
- c) Procedimiento y demás condiciones que se aplicarán en la enajenación de los bienes que integran el patrimonio fideicometido cuando ocurra el incumplimiento de las obligaciones;
- d) Valor de enajenación de los bienes que integran el patrimonio fideicometido o, en su defecto, los criterios para la determinación de dicho valor;
- e) Porcentaje o monto del patrimonio fideicometido que estará destinado para respaldar el cumplimiento de obligaciones; y,
- f) En el caso de fideicomisos constituidos con más de un bien deberá establecerse el criterio de selección de los bienes a ser enajenados para cumplir con la obligación u obligaciones respaldadas. (Reglamento del Fideicomiso y de las organizaciones que desarrollan servicios fiduciarios (1999. Pág. 8):

La administración de estos activos pretende generar mayores ingresos para sostener la liquidez de las CMAC que buscan colocar nuevos créditos, con lo que fortalecerán su posición en el mercado financiero y el mayor apalancamiento de proyectos de inversión de las pequeñas y medianas empresas.

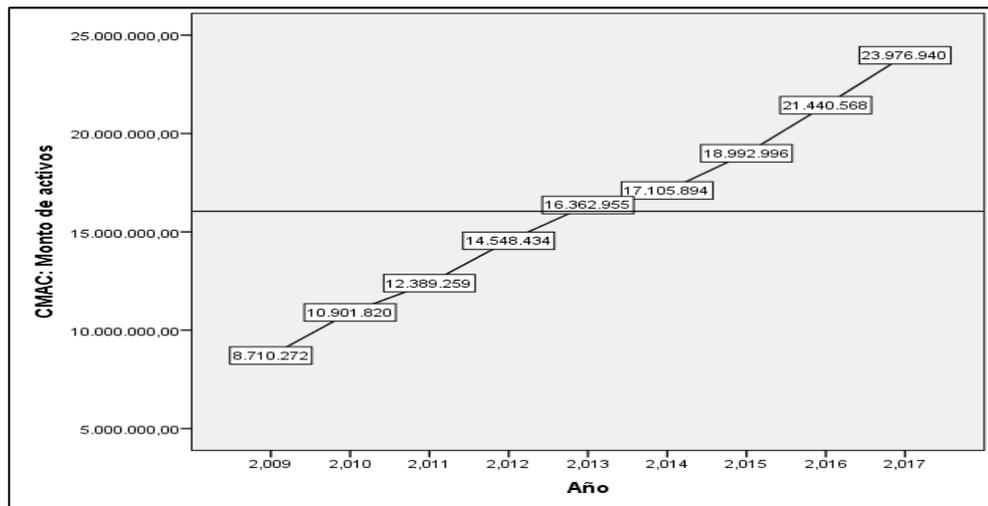


Ilustración 5. Evolución de los activos de la CMAC, 2009-2017. Fuente: SBS, 2017.

La propuesta de establecimiento del fideicomiso se sustenta en el hecho de que la CMAC viene colocando créditos a un número mayor de personas, tanto natural como jurídica, especialmente para la adquisición de un inmueble o la inversión en un proyecto empresarial de las pequeñas y medianas empresa, como se puede apreciar en la siguiente tabla:

Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	48 069	1 005 306	54 539	1 059 845	5.43
Administración Pública y Defensa	2 079	35 559	377	35 936	0.18
Enseñanza	3 219	154 789	2 075	156 864	0.80
Servicios Sociales y de Salud	5 443	123 619	2 858	126 477	0.65
Otras Actividades de Servicios Comunitarios	86 077	828 651	5 310	833 962	4.27
Hogares Privados c/Serv. Doméstico y Órganos Extraterritoriales	155 639	1 588 523	4 190	1 592 714	8.16
CREDITOS HIPOTECARIOS PARA VIVIENDA	17 840	1 230 675	85 725	1 316 400	6.74
CREDITOS DE CONSUMO	704 011	3 770 646	6 707	3 777 353	19.35
TOTAL	1 739 379	19 036 945	480 964	19 517 909	100.00

Ilustración N° 6 “Información obtenida del Anexo No. 3 - Stock y Flujo Crediticio por Tipo de Crédito u Sector Económico. 1/ Corresponde a la suma de deudores de cada empresa para el sector económico de referencia. Por lo tanto, si un deudor tiene obligaciones con más de una empresa, éste se considera tantas veces como el número de empresas con las que mantiene deuda” (SBS, 2016).

Este escenario, fortalece su atractivo financiero para colocar la cartera de créditos en el mercado financiero mediante la constitución de un fideicomiso, haciendo intervenir a un fiduciario, junto al organizador, el colocador, el auditor y la empresa calificadora de riesgo.

El procedimiento que le generará mayor liquidez a las CMAC para colocar otros créditos se inicia, luego de suscrito el contrato de fideicomiso, cuando el organizador estructura los valores de deuda fiduciaria, regularmente conocido como bonos corporativos, que el colocador se encargará en vender en la Bolsa de Valores, luego de cuya transacción el primero de ellos transfiere esos nuevos ingresos al fiduciario, que lo traslada al fiduciantes.

Análisis e Interpretación

Como se ha mencionado el análisis e interpretación de la información se orienta a responder los objetivos de la investigación, principalmente dentro de un nivel descriptivo y complementariamente desde un nivel correlacional. De esta manera, se describen no solo las características de las CMAC, sino también la relación que

sus principales componentes financieros han desarrollado en un determinado periodo de tiempo. Estos aspectos constituyen la base fundamental para la explicación de la propuesta jurídica de titulización de activos en las CMAC.

A mediados del 2016 los depósitos en soles ya rendían más del doble que las alternativas de depósito en dólares. Esta evolución favorable incluso la experimentaron los depósitos de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, supervisadas por la SBS, aunque las opciones de la Bolsa de Valores de Lima y los fondos mutuos lideraban esta rentabilidad positiva. Los principales instrumentos financieros de las Cajas Municipales son los siguientes, citada por Gestión, el seis de octubre de 2016 y ocho de febrero del 2017:

Tabla 3.

Depósitos en soles en las CMAC, 2015-2016.

Tipo de instrumento	Promedio Ene 16-Dic 15	Promedio Ene 17-Dic 16	Mayor rentabilidad	16-15	Mayor rentabilidad	17-16	Menor rentabilidad	16-15	Menor rentabilidad	17-16
Depósitos de CMAC Ahorro soles	0.56%	0.06%	CMAC Huancayo	0.48%	CMAC Ica	0.10%	CMAC Piura	0.18%	CMAC Piura	0.03%
Depósitos de CMAC Ahorro dólares	-0.61%	-2.52%	CMAC del Santa	-0.42%	CMAC del Santa	-2.49%	CMAC Huancayo	0.73%	CMAC Huancayo	2.53%
Depósitos de CMAC Plazo soles	3.73%	0.33%	CMAC Sullana	4.66%	CMAC Cusco	0.46%	CMAC del Santa	2.42%	CMAC Paita	0.17%
Depósitos de CMAC Plazo dólares	-0.22%	-2.53%	CMAC Sullana	0.35%	CMAC Huancayo	-2.53%	CMAC Maynas	0.73%	CMAC Huancayo	-2.53%

Fuente: Consultora MC&F, 2017.

La tabla demuestra la variedad de las condiciones de los depósitos, así como la diversidad de los productos financieros que brindan a sus clientes, lo cual ha aumentado su capacidad de captación de ahorros, aunque aún menor de las entidades bancarias.

Si bien los fondos mutuos son los que rentan mejor que otros instrumentos de inversión y más aún aquellos soportados en moneda nacional y menos en dólares, la posición de las CMAC es una expectante, como se puede apreciar en la siguiente tabla, citada por Gestión, nueve de noviembre de 2016.

Tabla 4.
Rentabilidad promedio por tipo de instrumento (2016)

Instrumentos financiero	Rentabilidad
Bolsa de Valores de Lima	68.80%
Bonos	16.68%
Fondo Mutuos	10.46%
AFP	9.66%
Letras del Tesoro	3.95%
Depósitos financieras soles	3.32%
Depósitos CRAC soles	2.70%
Depósito bancarios soles	2.46%
Depósitos CMAC soles	2.39%
Depósito financieras dólares	-0.74%
Depósitos CRAC dólares	-0.78%
Tipo de cambio	-0.92%
Depósito bancarios dólares	-1.07%
Depósito CMAC dólares	-1.08%
Promedio total de instrumentos	5.77%

Fuente: Consultora MC&F, 2016.

De la tabla se puede apreciar, que, en términos de rentabilidad, algunos instrumentos financieros tradicionales dentro del mercado financiero están por debajo del producto de depósito en soles (2.39%) que ofrece las CMAC.

Por otro lado, si bien los créditos en el sistema de cajas crecieron un 8% en el 2016 (incluso se estiman que llegarán al 15%), los créditos en el sistema financiero en general, donde también se encuentra incluidos las CMAC, llegó ese mismo año a alcanzar los s/. 266,477 millones, de los cuales el 70% corresponden a la región Lima y el 30% al resto de regiones, como se puede apreciar en la siguiente tabla, citada por Gestión, el 23 de septiembre 2016:

Tabla 5.

Tipo de crédito otorgado en el sistema financiero, 2016.

Tipo de crédito	Lima	Macro regionales	Total
Corporativo	48,910	5,156	54,066
Gran empresa	32,876	7,090	39,966
Mediana empresa	32,107	12,297	44,404
Pequeña empresa	9,129	15,423	24,552
Microempresa	2,916	7,051	9,967
Hipotecario	30,341	10,421	40,761
Consumo no revolvente	17,178	18,053	35,231
Consumo revolvente	11,967	5,561	17,529
	s/. 185,424	s/. 81,053	s/. 266,477

Fuente: Sentil & Analytics, 2016.

En ese sentido, las CMAC han girado su estrategia financiera a capturar el mercado limeño, como sucede con la Caja Municipal de Cusco que viene reforzando su patrimonio con “el aumento de la capitalización de las utilidades, la obtención de créditos subordinados y el avance en su ingreso al mercado de capitales para la emisión de certificados de depósitos y bonos” (Gestión, 22.09.17,

23). El patrimonio de esta entidad financiera creció de 185.50 millones de soles, en el 2010, a 343.73 millones de soles, en el 2016.

El crecimiento de los créditos, así como la diversidad de los mismos, y especialmente los intereses que otorgan las CMAC, ha permitido que se eleve sus ganancias a un mayor ritmo, tanto que en conjunto lograron crecer 14.5% en el primer semestre del 2016 (alcanzando 1,593 millones de soles de ingresos por intereses), comparado con el mismo semestre del año anterior, aunque no superior al 22% al que llegaron a diciembre del 2015 (Gestión, 3.11.17, 4).

En conjunto, tanto las cajas municipales y rurales otorgaron hasta setiembre del 2016, 1.6 millones de créditos, representando el patrimonio de las primeras en esa misma fecha 2,827.5 millones de soles, de acuerdo a información de la SBS.

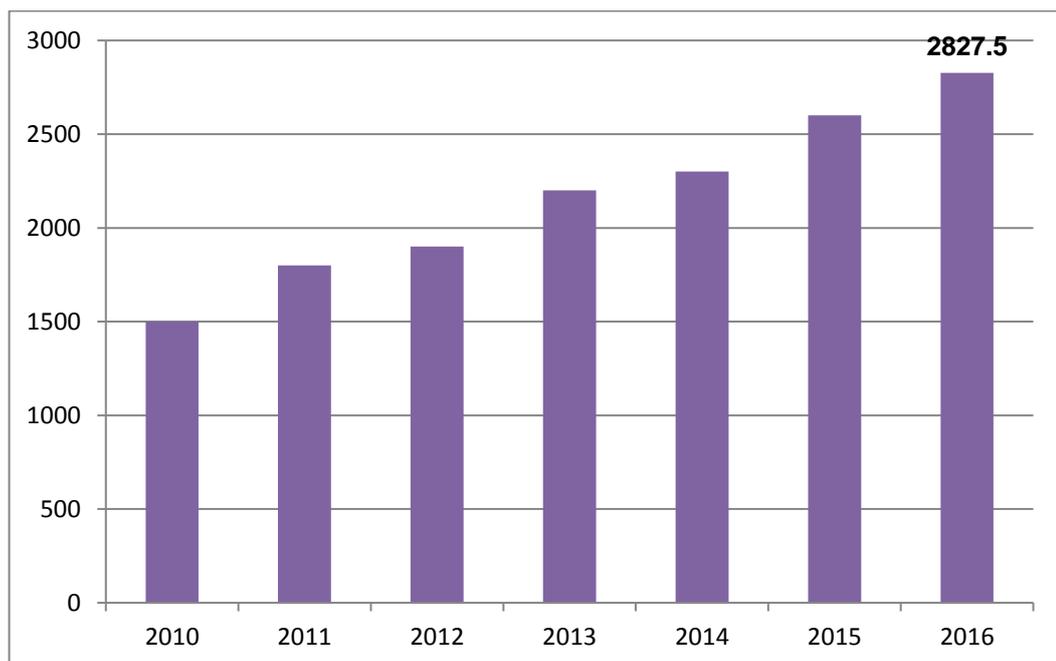


Ilustración 7. Patrimonio de las Cajas Municipales. Fuente: SBS, 2016.

Por otro lado, de las entidades prestamistas las CMAC son la que mejor desempeño han demostrado en el 2016, siendo 10 de las 12 supervisadas por el SBS las que han conseguido aumentar sus ganancias. La colocación y los depósitos de estas entidades se distribuyen de la siguiente manera:

Tabla 6.

Sistema CMAC: créditos y depósitos (en millones de soles)

Sistema CMAC	Ubicación	Montos en Nov 2016	
Total de créditos	Lima	1,899	12%
	Regiones	14,460	88%
	Total de créditos	16,358	100%
Total de depósitos	Lima	4,672	29%
	Regiones	11,290	71%
	Total de depósitos	15,966	100%

Fuente: Fepcmac, 2016.

No hay que olvidar que, junto al patrimonio, los ahorros de los clientes son las fuentes de fondeo de las CMAC, por lo que uno de los principales problemas de las colocaciones es la morosidad, especialmente aquellas que están en el poder judicial, por lo que, no obstante ser significativos los montos en juego, ha demandado un mayor gasto.

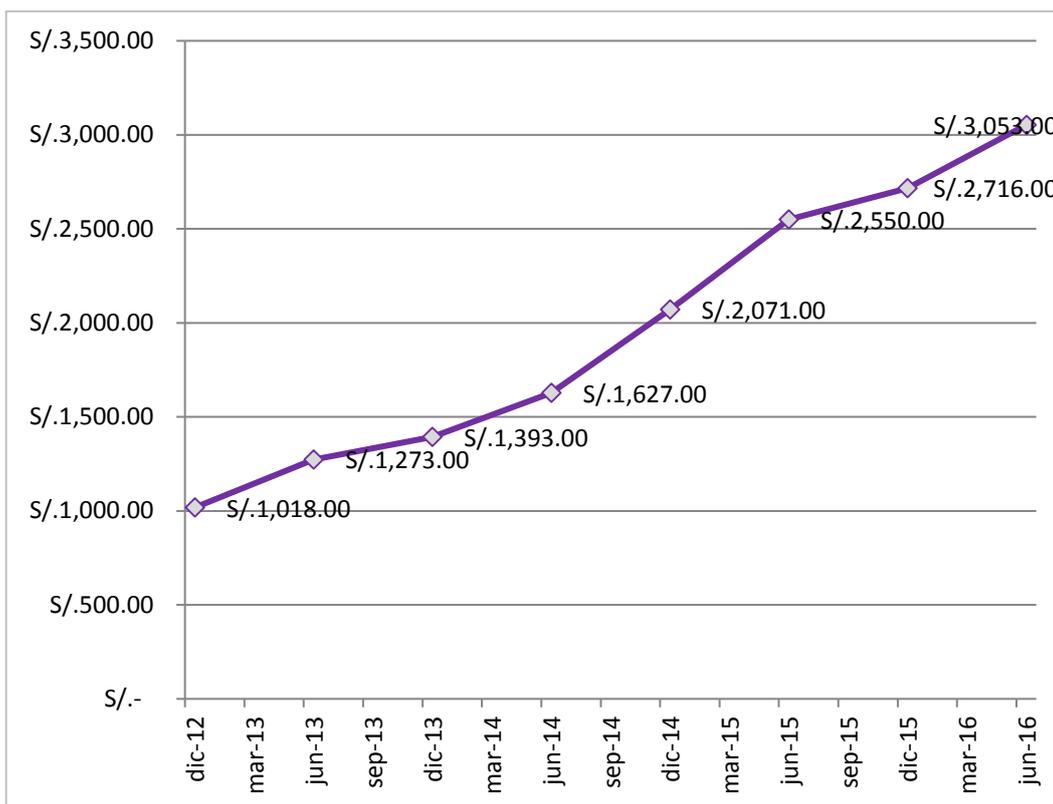


Ilustración 8. Créditos del Sistema Financiero en cobranza judicial. Fuente: SBS, 2016.

Pese a esta tendencia creciente de la morosidad, según el Banco Central de Reservas, las micros y pequeñas empresas han aumentado su demanda por financiamiento, no sólo por motivos de capital de trabajo sino también en mayor medida para inversiones.

Así, “a noviembre del 2016, los desembolsos a MYPES crecieron a un ritmo anual de 7.4%, mayor al crecimiento del mes previo (7.3%) y diciembre del 2015 (3.2%)” (Gestión, 11.01.17, 23). Al cierre de ese año, 2.3 millones de MYPES tenían deudas en el sistema financiero, y dentro de sector micro-financiero Mibanco lidera en el 2017 con 31.4% de participación, seguido por Caja Arequipa (10.1%), Caja Piura (7.1%), Caja Sullana (6.6%) y Caja Huancayo (6.1%).

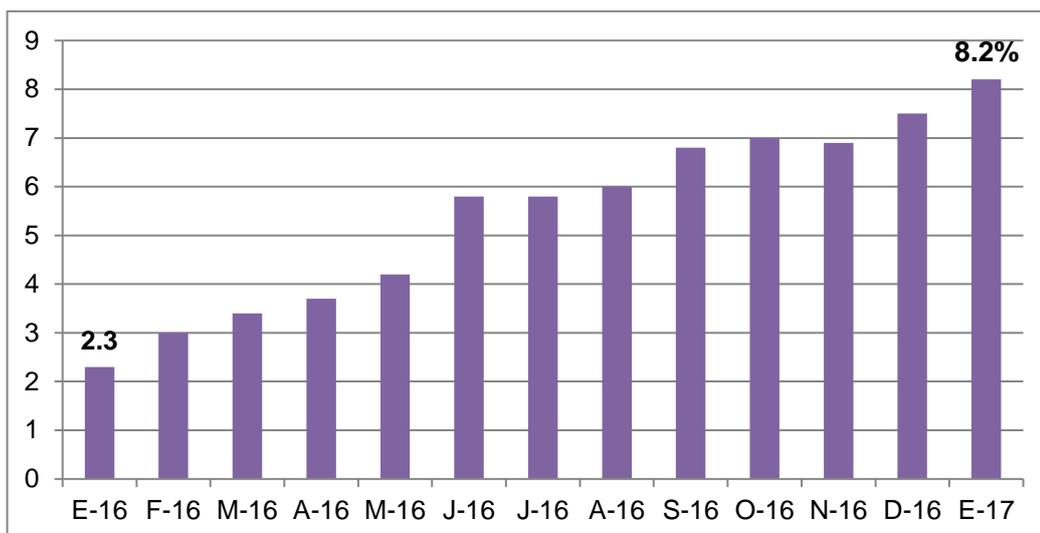


Ilustración 9. Evolución del crédito del sistema financiero a MYPES (tasa de variación anual). Fuente: SBS, 2017.

Estos préstamos a dicho tipo de empresas representan el 61.6% de la cartera de las CMAC, superando a las Cajas Rurales, en extinción, y Edpymes, en reducción de utilidades (Gestión, 03.01.17, 18). Aunque el BCR, ha reducido la tasa de encaje, para aumentar estas colocaciones a mejor costo (tasas de interés), sino también los créditos de consumos que solicitan las familias, que si se ha venido desacelerando.

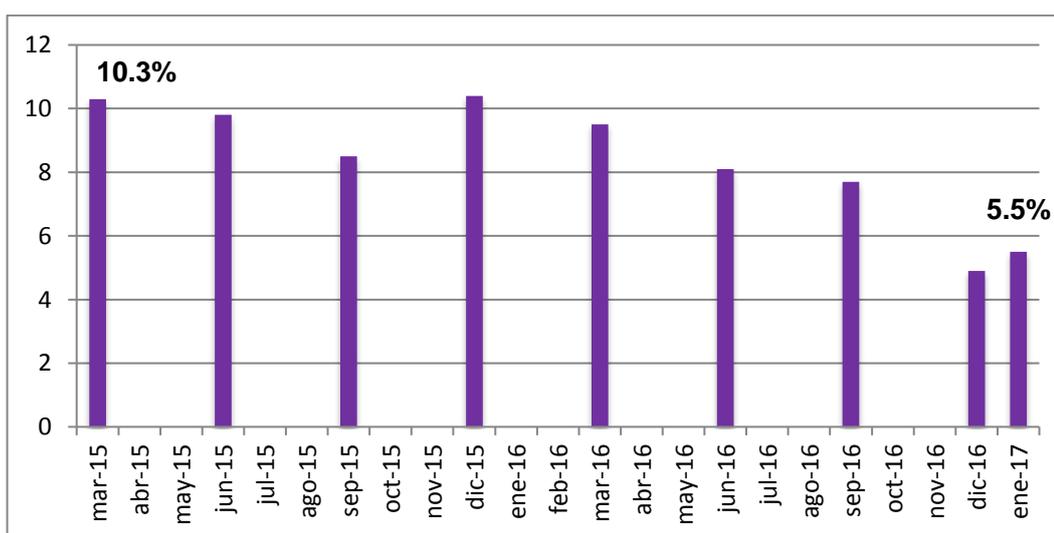


Ilustración 10. Tasa de crecimiento anual de crédito total (%). Fuente: BCR, 2017.

Si bien los efectos de las medidas del BCR se reflejarán a fin del año 2017, las cajas, a diferencia de los bancos, han logrado expandir sus desembolsos en 16.9%, que supera largamente el alcanzado en el 2015 (9.4%) y cuadriplica el obtenido por las entidades bancarias (3.9%), centrándose mucho mejor en el sector de las mypes (especialmente el no-bancarizado), que crece, pese a la desaceleración de la economía peruana, y aprovechando mejor su capacidad de reducir costos. Aunque también cuenta con el crédito personal, cuyas tasas compite con otras entidades.

Tabla 7.

Tasa de interés real de crédito personal (por s/ 5,000 a 12 meses)

ENTIDAD	TCEA	CUOTA
Banco de Comercio	29.58%	478.18
Citibank del Perú	35.94%	492.01
Banco Continental	36.06%	491.91
CMAC Tacna	36.92%	491.96
Edpyme Credivisión	37.11%	492.31
CMAC Arequipa	37.52%	493.98
BanBif	40.29%	498.50
Scotiabank Perú	45.21%	507.91
CMAC Sullana	45.35%	507.28
Banco GNB	49.01%	515.49

Fuente: SBS, 2017.

De la tabla se puede demostrar, las altas tasas de interés que se cobra las CMAC, dado los mayores riesgos que estas se atreven a experimentar por los créditos que otorgan a sus clientes, a diferencia de las entidades bancarias, cuyas condiciones son mayores. Hasta el momento, 38,529 millones de soles alcanzan los créditos del mercado micro-financiero, en el que participa las CMAC, oscilando su tasa efectiva anual para depósitos de s/ 20,000 a un año de plazo entre 5.30% (CMAC Trujillo) y 5.90% (CMAC Sullana y Arequipa), según cálculos del portal financiero comparabien.com (2017).

Tabla 8.

Créditos directos otorgados (En millones de soles)

Entidad	Dic-16	Dic-15	Var (%)
Bancos	235,371	226,589	3.9%
Financieras	10,045	9,245	8.7%
Cajas Municipales	17,176	14,695	16.9%
Cajas Rurales	1,064	463	129.8%
Edpymes	1,625	1,925	-11%
Total	265,281	252,816	4.9%

Fuente: SBS, 2017.

La tabla muestra la poca participación de las CMAC en el mercado financiero de créditos, si se le compara con otras entidades financieras. Aunque igualmente esta evolución en las colocaciones sigue siendo moderada.

Cabe señalar que actualmente el mercado microfinanciero (conformado por financieras, cajas municipales, cajas rurales, edpymes y un banco especializado) muestra espacios de compras y fusiones, que están siendo ocupados por las CMAC con más poder en este sector, quienes están empezando a adquirir aquellas que no han podido crecer, como el caso de la Caja Señor de Luren, comprada por Caja Arequipa. Caja Arequipa gana subasta y se adjudica depósitos y créditos de Caja Señor de Luren (20 de febrero de 2017). Gestión. Pág. 13.

Otro de los aspectos que impulsará el desarrollo de las CMAC, es la oportunidad que del Estado se le da para que de los s/ 1,100 millones del fondo mypes que creará, estas entidades financieras particularmente canalizarán s/ 660 millones, con lo que podrán otorgar créditos por más de s/ 300 millones empleando este nuevo esquema de adquisición de vivienda nueva para sectores C, D y E, que no les es desconocido por las evaluaciones que realiza desde hace años para el Programa Techo Propio. Lo mismo sucederá para los créditos a Mypes para la compra y/o renovación de activos fijos.

Análisis Estadístico

Como se mencionó anteriormente, de la información descrita en los puntos anteriores se desarrolló un segundo momento de análisis, que corresponde al análisis estadístico, a partir de la asociación de variables que se interpreta con indicadores cuantitativos de tipo financieros relacionados con la evolución de activos de las CMAC, durante el periodo de 2009 al 2017. En ese sentido, se realizó en esta fase dos niveles de análisis: Uno descriptivo (representada en una ilustración), que complementa la descripción anterior, y otro correlacional (definido en una tabla), que interpreta la asociación desarrollada entre componentes cuantitativos de la evolución financiera de las CMAC.

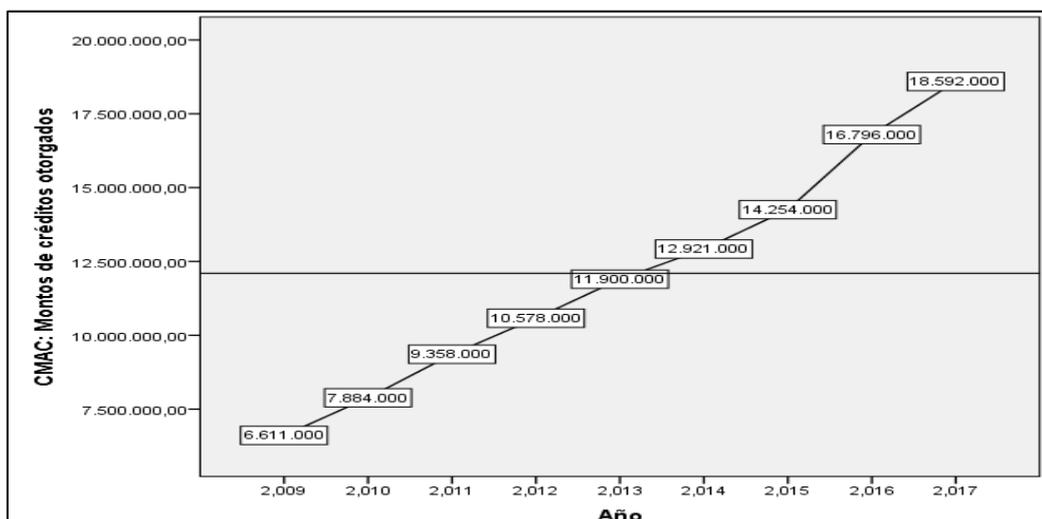


Ilustración 11. Evolución de los créditos otorgados por las CMAC, 2009-2017.
Fuente: SBS, 2017.

De la ilustración anterior se puede colegir que la evolución estadística de los montos de *créditos otorgados* por las CMAC, durante el periodo de 2009 al 2017, ha tenido un crecimiento promedio favorable moderado de 11,79%. Si a esta variable, como se aprecia en la siguiente tabla, se la asocia con la evolución de los *activos* del total de estas entidades financieras, podemos determinar una fuerte vinculación positiva (0,997) entre ambas desarrollada durante ese mismo lapso de tiempo.

Tabla 9.

Relación entre los créditos otorgados y los activos generados por las CMAC, 2009-2017.

		CMAC: Montos de créditos otorgados	CMAC: Monto de activos
CMAC: Montos de créditos otorgados	Correlación de Pearson	1	,997**
	Sig. (bilateral)		,000
	N	9	9
CMAC: Monto de activos	Correlación de Pearson	,997**	1
	Sig. (bilateral)	,000	
	N	9	9

** . La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Nota: Elaborado con base de datos de la SBS (2017).

Los resultados manifiestan un alto grado de asociación entre los montos de créditos y los montos de activos que han dispuesto las CMAC durante el periodo de estudio, lo que demuestra la consistencia de sus estados financieros, cuyos créditos resultan ser una parte muy importante de estos, así como de su participación en el mercado financiero.

De esta manera se ha demostrado la siguiente hipótesis: Existe una relación lineal entre los montos de créditos y los activos disponibles de las CMAC, supervisados por la SBS, durante el periodo de 2009 al 2017.

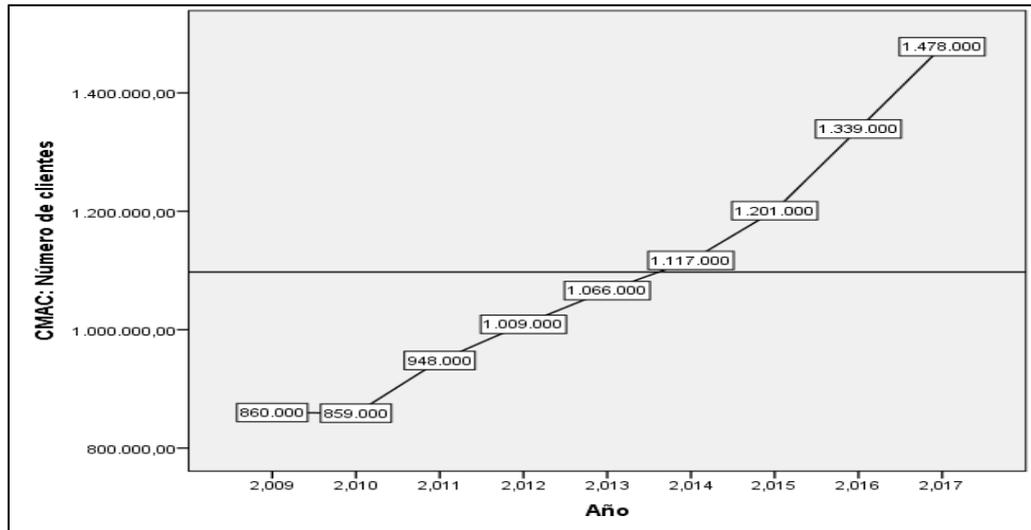


Ilustración 12. Evolución de los clientes de las CMAC, 2009-2017. Fuente: SBS, 2017.

De la ilustración anterior se puede colegir que la evolución estadística del número de clientes de las CMAC, durante el periodo de 2009 al 2017, ha tenido un crecimiento promedio favorable moderado de 6,49%. Si a esta variable, como se aprecia en la siguiente tabla, se la asocia con la evolución de los *activos* del total de estas entidades financieras, podemos determinar una fuerte vinculación positiva (0,984) entre ambas desarrollada durante ese mismo lapso de tiempo.

Tabla 10.

Relación entre el número de clientes y los activos generados de las CMAC, 2009-2017.

		CMAC: Monto de activos	CMAC: Número de clientes
CMAC: Monto de activos	Correlación de Pearson	1	,984**
	Sig. (bilateral)		,000
	N	9	9
CMAC: Número de clientes	Correlación de Pearson	,984**	1
	Sig. (bilateral)	,000	
	N	9	9

** . La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Nota: Elaborado con base de datos de la SBS (2017).

Los resultados manifiestan un alto grado de asociación entre los el número de clientes y los montos de activos que han dispuesto las CMAC durante el periodo de estudio, lo que demuestra la capacidad de captación de clientes, cuyos créditos o depósitos resultan ser una parte muy importante de sus activos, así como un indicador de su participación en el mercado financiero.

De esta manera se ha demostrado la siguiente hipótesis: Existe una relación lineal entre el número de clientes y los activos disponibles de las CMAC, supervisados por la SBS, durante el periodo de 2009 al 2017.

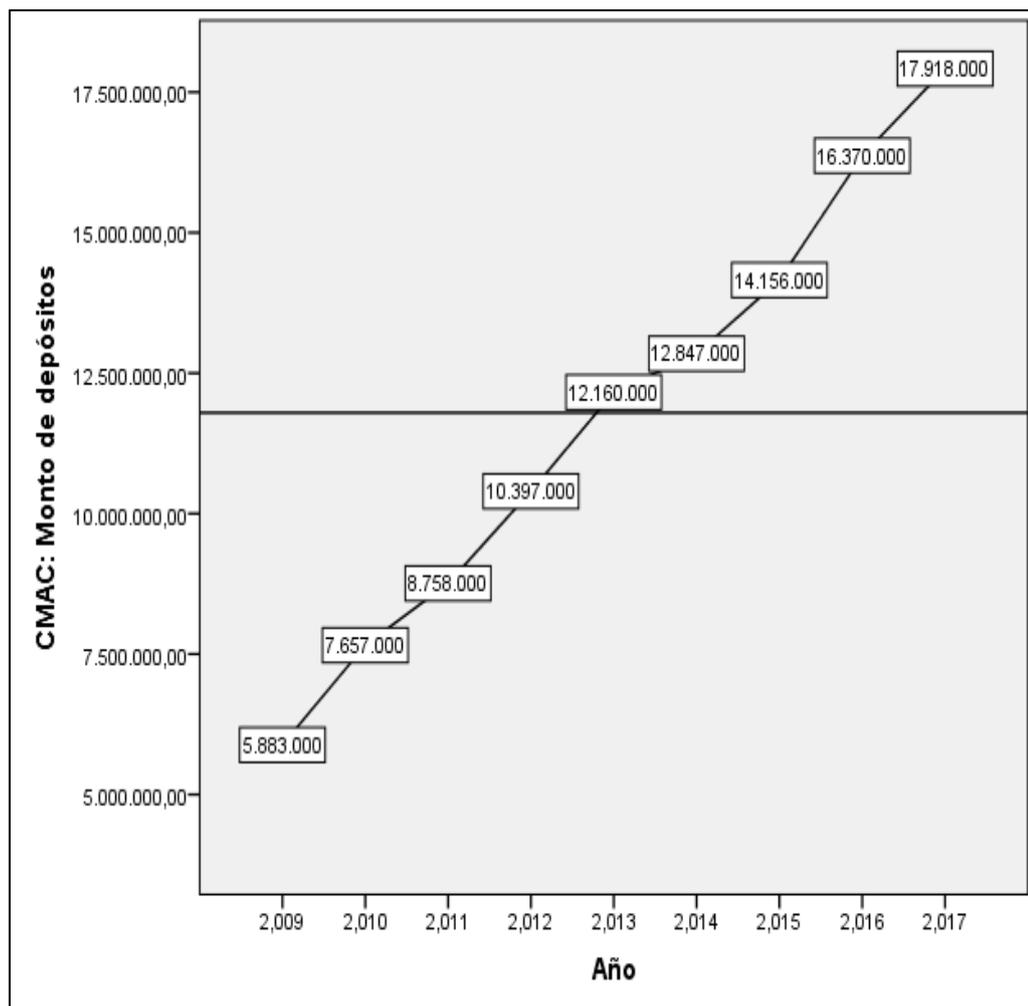


Ilustración 13. Evolución de los depósitos de las CMAC, 2009-2017. Fuente: SBS, 2017.

De la ilustración anterior se puede colegir que la evolución estadística de los montos de *los depósitos de las CMAC*, durante el periodo de 2009 al 2017, ha tenido un crecimiento promedio favorable moderado de 12,85%. Si a esta variable, como se aprecia en la siguiente tabla, se la asocia con la evolución de los *activos* del total de estas entidades financieras, podemos determinar una fuerte vinculación positiva (0,999) entre ambas desarrollada durante ese mismo lapso de tiempo.

Tabla 11.

Relación entre los montos de depósitos y los activos generados por las CMAC, 2009-2017.

		CMAC: Monto de activos	CMAC: Monto de depósitos
CMAC: Monto de activos	Correlación de Pearson	1	,999**
	Sig. (bilateral)		,000
	N	9	9
CMAC: Monto de depósitos	Correlación de Pearson	,999**	1
	Sig. (bilateral)	,000	
	N	9	9

** . La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Nota: Elaborado con base de datos de la SBS (2017).

Los resultados manifiestan un alto grado de asociación entre los montos de depósitos y los montos de activos que han dispuesto las CMAC durante el periodo de estudio, lo que demuestra los niveles de efectivo que solicitan los clientes, cuyos depósitos resultan ser una parte muy importante de sus activos, así como un indicador de su participación en el mercado financiero, aunque, como se ha demostrado, de mínima significancia en todo el mercado financiero.

De esta manera se ha demostrado la siguiente hipótesis: Existe una relación lineal entre los montos de depósitos y los activos disponibles de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, supervisados por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, durante el periodo de 2009 al 2017.

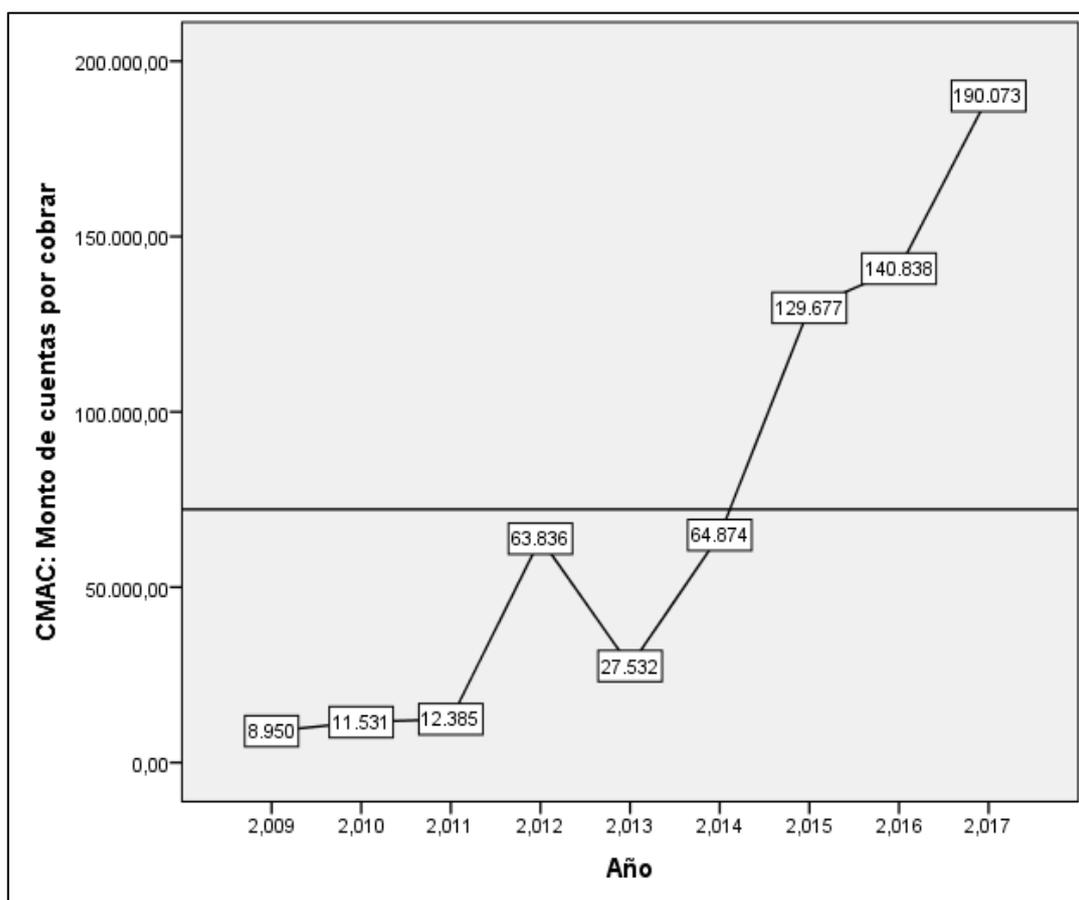


Ilustración 14. Evolución de las cuentas por cobrar, 2009-2017. Fuente: SBS, 2017.

De la ilustración anterior se puede colegir que la evolución estadística de los montos de *cuentas por cobrar* de las CMAC, durante el periodo de 2009 al 2017, ha tenido un crecimiento promedio favorable moderado de 14,92%. Si a esta variable, como se aprecia en la siguiente tabla, se la asocia con la evolución de los *activos* del total de estas entidades financieras, podemos determinar una fuerte vinculación positiva (0,931) entre ambas desarrollada durante ese mismo lapso de tiempo.

Tabla 12.

Relación entre los montos de cuentas por cobrar y los activos generados por las CMAC, 2009-2017.

		CMAC: Monto de activos	CMAC: Monto de cuentas por cobrar
CMAC: Monto de activos	Correlación de Pearson	1	,931**
	Sig. (bilateral)		,000
	N	9	9
CMAC: Monto de cuentas por cobrar	Correlación de Pearson	,931**	1
	Sig. (bilateral)	,000	
	N	9	9

** . La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Nota: Elaborado con base de datos de la SBS (2017).

Los resultados manifiestan un alto grado de asociación entre los montos de cuentas por cobrar y los montos de activos que han dispuesto las CMAC durante el periodo de estudio, lo que demuestra el control del pago de las deudas de sus clientes, cuyos préstamos resultan ser una parte muy importante de sus activos, así como un indicador de su participación en el mercado financiero.

Por otro lado, significan estos resultados un adecuado control de la tasa de morosidad, al margen de las condiciones para el otorgamiento de los créditos que definen las CMAC como estrategias para el cumplimiento de los compromisos pecuniarios.

De esta manera se ha demostrado la siguiente hipótesis: Existe una relación lineal entre los montos de cuentas por cobrar y los activos disponibles de las CMAC, supervisados por la SBS, durante el periodo de 2009 al 2017.

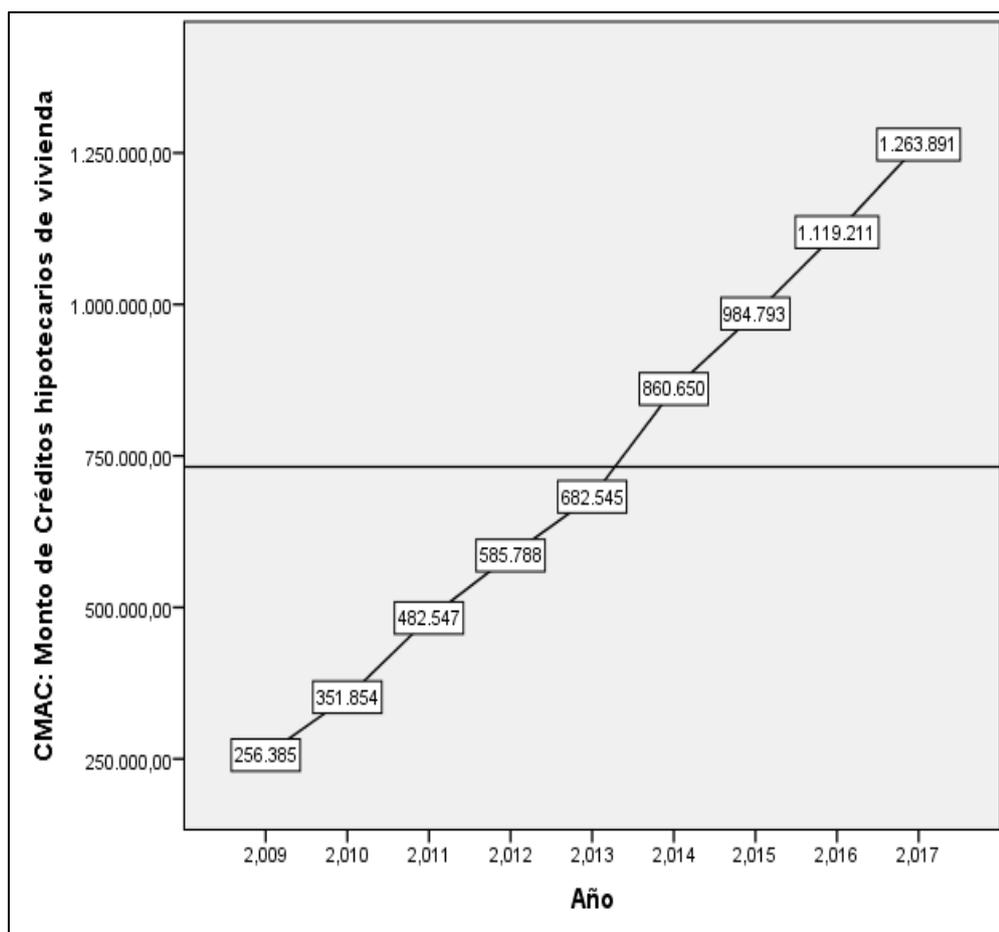


Ilustración 65. Evolución de los créditos hipotecarios de vivienda de las CMAC, 2009-2017. Fuente: SBS, 2017.

De la ilustración anterior se puede colegir que la evolución estadística de los montos de créditos hipotecarios de vivienda de las CMAC, durante el periodo de 2009 al 2017, ha tenido un crecimiento promedio favorable moderado de 17,85%.

Si a esta variable, como se aprecia en la siguiente tabla, se la asocia con la evolución de los activos del total de estas entidades financieras, podemos determinar una fuerte vinculación positiva (0,993) entre ambas desarrollada durante ese mismo lapso de tiempo.

Tabla 13.

Relación entre los montos de créditos hipotecarios de viviendas y los activos generados por las CMAC, 2009-2017.

		CMAC: Monto de activos	CMAC: Monto de Créditos hipotecarios de vivienda
CMAC: Monto de activos	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	1 9	,993** 9
CMAC: Monto de Créditos hipotecarios de vivienda	Correlación de Pearson Sig. (bilateral) N	,993** ,000 9	1 9

** . La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Nota: Elaborado con base de datos de la SBS (2017).

Los resultados manifiestan un alto grado de asociación entre los montos de créditos hipotecarios de vivienda y los montos de activos que han dispuesto las CMAC durante el periodo de estudio, lo que demuestra una de las principales que necesitan atender los clientes, cuyos depósitos resultan ser una parte muy importante de sus activos, así como un indicador de su participación en el mercado financiero, aunque, como se ha demostrado, de mínima significancia en todo el mercado financiero, especialmente relacionados a los créditos inmobiliarios.

De esta manera se ha demostrado la siguiente hipótesis: Existe una relación lineal entre los montos de préstamos hipotecarios de vivienda y los activos disponibles de las CMAC, supervisados por la SBS, durante el periodo de 2009 al 2017.

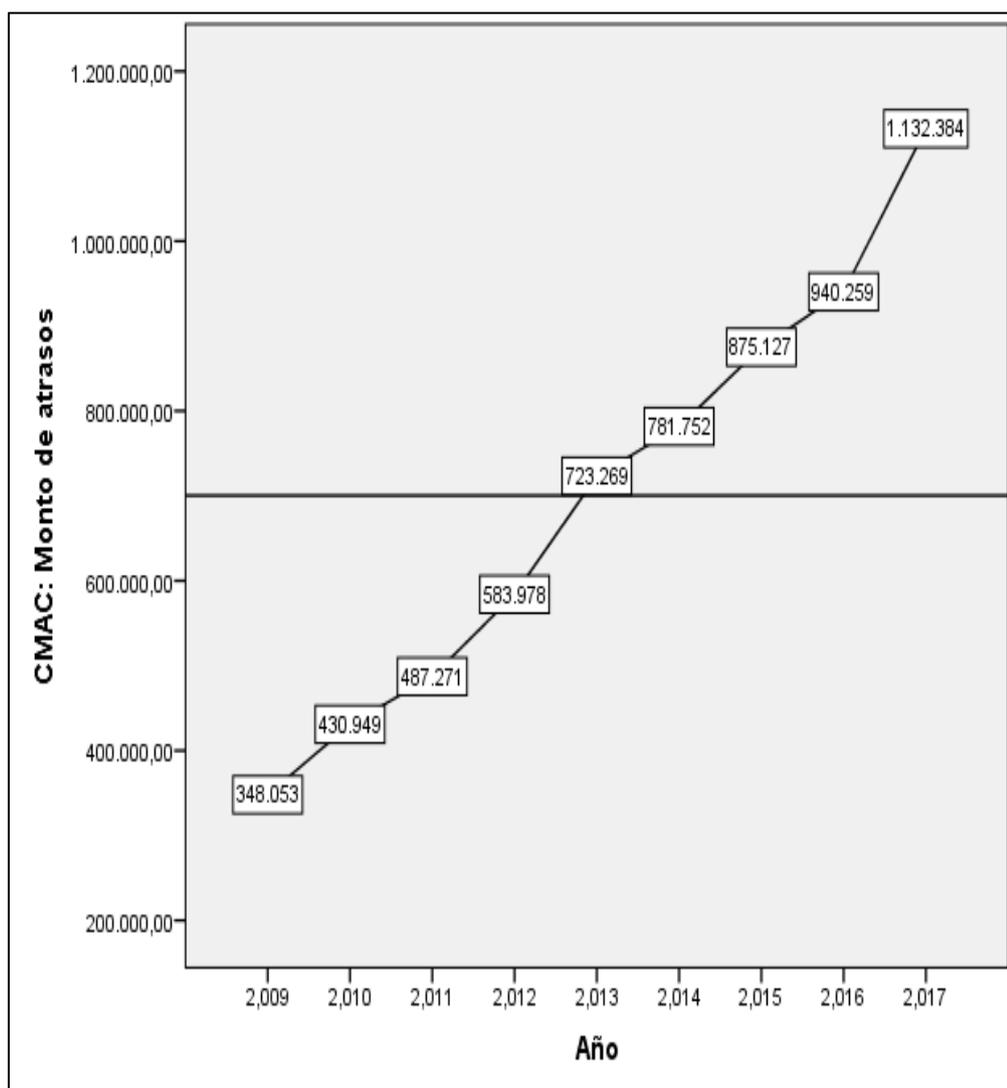


Ilustración 76. Evolución de los atrasos de las CMAC, 2009-2017. Fuente: SBS, 2017.

De la ilustración anterior se puede colegir que la evolución estadística de los montos de los atrasos de las CMAC, durante el periodo de 2009 al 2017, ha tenido un crecimiento promedio favorable moderado de 13,58%.

Si a esta variable, como se aprecia en la siguiente tabla, se la asocia con la evolución de los activos del total de estas entidades financieras, podemos determinar una fuerte vinculación positiva (0,994) entre ambas desarrollada durante ese mismo lapso de tiempo.

Tabla 14.

Relación entre los montos de atrasos y los activos generados por las CMAC, 2009-2017.

		CMAC: Monto de activos	CMAC: Monto de atrasos
CMAC: Monto de activos	Correlación de Pearson	1	,994**
	Sig. (bilateral)		,000
	N	9	9
CMAC: Monto de atrasos	Correlación de Pearson	,994**	1
	Sig. (bilateral)	,000	
	N	9	9

** . La correlación es significativa al nivel 0,01 (bilateral).

Nota: Elaborado con base de datos de la SBS (2017).

Los resultados manifiestan un alto grado de asociación entre los montos de atraso y los montos de activos que han dispuesto las CMAC durante el periodo de estudio, lo que demuestra el control en el cumplimiento de las obligaciones crediticias de parte de sus clientes, cuyos depósitos resultan ser importantes en sus activos, así como un indicador de su participación en el mercado financiero, aunque, como se ha demostrado, de mínima significancia en todo el mercado financiero, especialmente relacionados a los créditos inmobiliarios, donde las CMAC poseen bajas tasas de morosidad.

De esta manera se ha demostrado la siguiente hipótesis: Existe una relación lineal entre los montos de atrasos y los activos disponibles de las CMAC, supervisados por la SBS, durante el periodo de 2009 al 2017.

La siguiente tabla, describe la relación lineal entre las anteriores variables señaladas, tomando como variable control a la evolución cuantitativa de los activos de las CMAC. De la misma, podemos determinar también la variable que tiene mayores valores de correlación fuerte.

Tabla 15.

Relación entre variables de estudio, evolución de 2009 al 2017.

Variables de control		CMAC: Montos de créditos otorgado s	CMAC: Número de clientes	CMAC: Monto de depósitos	CMAC : Monto de cuentas por cobrar	CMAC: Monto de Créditos hipotecario s de vivienda	CMAC : Monto de atrasos
CMAC:	Correlación	1,000	,835	,100	,453	,522	-,016
Montos de créditos otorgados	Significació n (bilateral)	.	,010	,814	,259	,184	,970
	Gl	0	6	6	6	6	6
CMAC:	Correlación	,835	1,000	-,288	,646	,319	,229
Número de clientes	Significació n (bilateral)	,010	.	,489	,083	,441	,585
	Gl	6	0	6	6	6	6
CMAC:	Correlación	,100	-,288	1,000	-,471	,316	,013
Monto de depósitos	Significació n (bilateral)	,814	,489	.	,238	,446	,976
	Gl	6	6	0	6	6	6
CMAC : Monto de activos	Correlación	,453	,646	-,471	1,000	,410	,122
	Significació n (bilateral)	,259	,083	,238	.	,313	,773
	Gl	6	6	6	0	6	6
CMAC:	Correlación	,522	,319	,316	,410	1,000	,394
Monto de Créditos hipotecario s de vivienda	Significació n (bilateral)	,184	,441	,446	,313	.	,334
	Gl	6	6	6	6	0	6
CMAC:	Correlación	-,016	,229	,013	,122	,394	1,000
Monto de atrasos	Significació n (bilateral)	,970	,585	,976	,773	,334	.
	Gl	6	6	6	6	6	0

Nota: Elaborado con base de datos de la SBS (2017). No se considera la relación entre las mismas variables.

V. DISCUSIÓN DE LOS RESULTADOS

La discusión de los resultados se basa en la relación que tienen el crecimiento de los flujos de créditos de las CMAC en mercado financiero peruano con la posibilidad de generar una mayor liquidez con el empleo de instrumentos financieros regulados y monitoreados por los órganos competentes, como es el fideicomiso de titulización.

Discusión

Dos aspectos son determinados: (1) que activos son titulizables de las CMAC y, de otro lado, (2) con que instrumento resulta más conveniente hacerlo, con el fin de asegurar la inversión a largo plazo y al mismo tiempo generar mayor liquidez a corto plazo.

Disposición de activos titulizables de las CMAC

Las CMAC fueron creadas en 1980, su participación en el sistema financiero paso de 1.3% a 5.3% entre el 2000 al 2016, mientras que en el sistema microfinanciero es de 52% hasta el momento, siendo en 90 distritos de todo el país, la única oferta de crédito. A enero del 2017, el patrimonio conjunto de las CMAC llega a 2,966 millones de soles. Cajas Municipales colocaron S/. 11,243 millones entre enero y julio Cajas municipales: ¿Qué propone la SBS para fortalecer su gobierno corporativo? (30 de septiembre de 2016). Gestión. Pág. 23.

Las CMAC no sólo tienen un fin económico-financiero, sino también social. Por ellos, según la normatividad, las Municipales pueden tener el 51% o más de las acciones de estas financieras, permitiendo a particulares el tener control de hasta el 49% restante de las acciones, aunque la SBS prepara un “plan para fortalecer el patrimonio de las cajas y facilitar el ingreso de terceros a su accionariado”. Cajas municipales: ¿Qué propone la SBS para fortalecer su gobierno corporativo? (30 de septiembre de 2016). Gestión. Pág. 23.

Las CMAC participan con el 50% de los préstamos del sector microfinanciero y concentran el 62% de su cartera en las mypes. Además, en el 2016, estas entidades

financieras canalizaron 362.4 millones en créditos Mivivienda, de acuerdo a estimados de la SBS. ¿Cuánto debe ser su ingreso mensual para calificar a un crédito hipotecario? (14 de marzo de 2017). Gestión. Pág. 20.

De esta manera los fideicomisos de garantía con activos, y en especial el de administración de flujos resultan más ajustables a las condiciones de las colocaciones de las CMAC, en el sentido de que este último obliga al fideicomitente a incorporar en valores los derechos generados con sus clientes, mientras que el segundo lo sujeta al cumplimiento de ciertas obligaciones, previamente consensuadas, por cuanto “la garantía exigida por el prestamista no tiene la protección para recuperar lo prestado rápidamente” (Mavila, 2002, pág. 22).

Este autor señala que en el caso del fideicomiso de titulización o securitización, “una persona natural o jurídica (entidad originadora) (inversionista)” (Mavila, 2002. Pág. 23) Nuevamente, dichos valores pueden tener como activos subyacentes a los créditos colocados por las CMAC en el mercado financiero.

La debilidad de las CMAC es su gestión enfocada en el crecimiento sin aumentar su rentabilidad, es decir se ha priorizado el gasto administrativo. Asimismo, en el caso de la utilidad que genera, está no ha crecido sustancialmente, por cuanto los Municipios, que los administra, no cuentan con una partida presupuestal para el reforzamiento patrimonial de las CMAC. Igualmente, sufre del sobreendeudamiento.

El artículo 243° de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N° 26702, rescata disposiciones que brindan mayores seguridades para las inversiones de las CMAC, dado que “para la validez del acto constitutivo del fideicomiso es exigible al fideicomitente la facultad de disponer de los bienes y derechos que transmita, sin perjuicio de los requisitos que la ley establece para el acto jurídico”. Igualmente, el artículo 246 establece ciertas formalidades para su constitución:

La constitución del fideicomiso se efectúa y perfecciona por contrato entre el fideicomitente y la empresa fiduciaria, formalizado mediante instrumento privado o protocolizado notarialmente. (Villanueva, 2013. Pág. 223)

Cuando el contrato comporta la transferencia fiduciaria de activos mobiliarios, debe ser inscrito en la Central de Riesgos de la Superintendencia, según lo considere el fideicomitente. Tiene también lugar por voluntad unilateral del fideicomitente, expresado en testamento. Para oponer el fideicomiso a terceros se requiere que la transmisión al fiduciario de los bienes y derechos inscribibles sea anotada en el registro público correspondiente y que la otra clase de bienes y derechos se perfeccione con la tradición, el endoso u otro requisito exigido por la ley. Para los casos de fideicomiso en garantía, la inscripción en el registro respectivo le otorga el mismo orden de prelación que corresponde, en razón al tiempo de su inscripción.

En ese sentido, los lineamientos normativos se enfocan en resguardar la disposición del patrimonio autónomo, al mismo tiempo que asegura el cumplimiento de las finalidades establecidas en el contrato de fideicomiso, incluso ante riesgos de tipo legal, financiero o comercial. En ese mismo sentido se encuentra el artículo 250, estableciendo responsabilidades tanto para el fideicomitente como para el fideicomisario:

Si el fideicomisario interviene como parte en el contrato, adquiere a título propio los derechos que en él se establezcan a su favor, los que no pueden ser alterados sin su consentimiento. En los demás casos, el fideicomitente puede convenir con la empresa fiduciaria las modificaciones que estime adecuadas, y aún la resolución del fideicomiso, salvo que con ello se lesionen derechos adquiridos por terceros. El fideicomitente puede también resolver el contrato de fideicomiso constituido a título gratuito, excepto en el caso previsto en el primer párrafo y, también, si hubiere renunciado a tal derecho. De crearse esa facultad, debe pagar a la empresa fiduciaria la pena convenida, o en su

defecto, la que señale el juez especializado o el tribunal arbitral, respectivo. Para modificar o resolver el contrato de fideicomiso, los causahabientes del fideicomitente requieren, en todo caso, el consentimiento unánime de los fideicomisarios o, si éstos fueren indeterminados, la aprobación del Superintendente.

Junto a esta definición de responsabilidades el artículo 253 de la referida Ley establece que “el patrimonio fideicometido no responde por las obligaciones del fiduciario o del fideicomitente ni de sus causahabientes y, tratándose de las obligaciones de los fideicomisarios, tal responsabilidad sólo es exigible sobre los frutos o las prestaciones que se encuentran a disposición de ellos, de ser el caso”. Incluso señala líneas más abajo, que “la empresa fiduciaria podrá delegar en el fideicomisario o el fideicomitente las facultades necesarias para que ejerzan las medidas de protección del patrimonio fideicometido, sin quedar liberado de responsabilidad”.

Es más, es reconocido que “en la titulización, la transferencia a un fideicomiso de los créditos activos afectados al repago de los títulos-valores es una forma de aislar la operación de los riesgos ajenos a la operación, sobre todo por la quiebra del acreedor inicial o propietario que transfirió los bienes en garantía”. En ese sentido, el artículo 9 del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos

No obstante, las CMAC estar vinculadas a las Municipalidades, se reconoce en términos generales que el “el Fideicomiso podría generar mejoras en la gestión del Sector Público por la acción de los agentes fiduciarios. Los fiduciarios siendo instituciones financieras, cuentan con solvencia y experiencia para realizar el encargo de la mejor manera (la aplicación, uso y manejo de los bienes, recursos y fondos recibidos). Este encargo puede ser realizado directamente por el fiduciario. Sin embargo, éste también podría contratar especialistas para cumplirlo. La eficiencia y corrección en el desarrollo del encargo se refuerza por la supervisión que la SBS realiza sobre estas instituciones. Esto contribuiría a evitar desvíos o comportamientos oportunistas de tales fiduciarios” (*Villanueva, 2003. Pág. 265*)

VI. CONCLUSIONES

A continuación se presentan las conclusiones de la investigación, jerarquizados de acuerdo a los objetivos específicos:

Al describir los aspectos jurídicos de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú, se tiene que las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito cuentan con las herramientas necesarias para que compitan en igualdad de condiciones que las instituciones microfinancieras privadas, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), en uso de su facultad de iniciativa legislativa, remitió al Congreso de la República, el 7 de marzo de 2017, un proyecto de ley que modificaba el marco normativo de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito vigente en ese momento (Decreto Supremo N°157-90-EF del 28 de mayo de 1990), el mismo que fue elaborado con la participación de la Federación Peruana de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (FEPCMAC).

El 13 de julio de 2017, se promulgó la Ley N°30607, que modifica y fortalece el funcionamiento de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, en la que se le encarga a la SBS que emita las normas que reglamenten diversos aspectos, tales como la elección de los directores de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, las nuevas operaciones y los servicios autorizados, la reinversión de utilidades, entre otros. Normas especiales para implementar integralmente el nuevo marco normativo de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, la SBS aprobó las normas especiales para la implementación de la Ley N°30607, mediante Resolución N°1325-2018 del 05 de abril de 2018.

Al caracterizar los instrumentos financieros de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú, se encontró que el fideicomiso de titulización se realiza con una transferencia fiduciaria de flujo de activos en beneficio de un fiduciario para construir un patrimonio autónomo, que sirve de respaldo a los derechos incorporados en títulos valores. Las normas señalan que estos activos generados de un flujo de efectivo pueden ser generados o no inmediatamente después de suscrito el contrato. Es más, estas

mismas disposiciones permiten la estructuración a partir de sociedades de propósito especial, con carteras de créditos y de patrimonio.

Además, gracias a las ventajas generadas por las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro relacionado a los depósitos en comparación con los bancos, estas entidades financieras han experimentado un crecimiento considerable en el mercado financiero peruano. Asimismo, el seguro que cubre alrededor de los 97,600 nuevos soles incentiva la consolidación en el mediano plazo de los depósitos otorgados a las personas y empresas, promoviendo el ahorro familiar y los créditos a las MYPES.

La rentabilidad que ha generado durante los últimos años las CMAC se debe no sólo al desarrollo económico de algunas regiones del país, sino también a la flexibilidad de estas entidades para originar productos financieros sin costos ocultos que le permite ampliar su cobertura de ahorros y créditos, fortaleciendo su bancarización. Aunado a esto, las normas del sistema de valores peruano permiten que los valores subyacentes o que representan derechos de participación dentro del patrimonio autónomo este integrados principalmente créditos, reconociendo el riesgo de aumento del índice de siniestralidad o de morosidad.

Al establecer la relación entre los instrumentos financieros y los activos generados por las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú.

- Se demuestra que durante el periodo de 2009 a 2017 la asociación de variables importante para la gestión financiera de los activos, han tenido una evolución favorable ya que:
 - ✓ Existe una relación lineal entre los montos de créditos y los activos generados de las CMAC
 - ✓ Existe una relación lineal entre el número de clientes y los activos generados de las CMAC.
 - ✓ Existe una relación lineal entre los montos de depósitos y los activos generados de las CMAC.

- ✓ Existe una relación lineal entre los montos de cuentas por cobrar y los activos generados de las CMAC.
- ✓ Existe una relación lineal entre los montos de préstamos hipotecarios de vivienda y los activos generados de las CMAC.
- ✓ Existe una relación lineal entre los montos de atrasos y los activos generados de las CMAC.

Por esto se puede afirmar que existe una correlación lineal entre los instrumentos financieros y los activos generados en las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú.

VII. RECOMENDACIONES

- Debe originarse iniciativas legislativas para facilitar el ingreso de la inversión privada al gobierno corporativo de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú (Consejo de Administración), con lo que incorporaría una mayor inversión, una mayor transparencia en la gestión y la adopción de modelos de gestión corporativos más eficientes. La incorporación del sector privado, daría a las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú. un mejor respaldo accionario y un mejor gobierno corporativo.
- Las referidas iniciativas legislativas deben incentivar también la emisión de bonos corporativo a largo plazo, bajo el formato de oferta pública para el mercado de inversionistas institucionales, que ofrecen un menor riesgo, aunque una menor rentabilidad que otros instrumentos, monitoreados por la Superintendencia de Mercado de Valores.
- En ese sentido, deben facilitarse a las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú. la posibilidad de actuar como emisor, estructurador y colocador, con lo cual puede reducir sustancialmente los altos costos por el empleo de intermediarios financieros.

VIII. REFERENCIAS

- Andina (2004). *Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP) y compañías de seguro*. Recuperado de: <https://andina.pe/agencia/>
- Andrade, M. (2013). *La titularización en el Ecuador. Análisis comparativo entre la titularización de activos y titularización de proyectos en general*. (Tesis de Maestría). Universidad Católica de Santiago de Guayaquil. Recuperado de: <http://repositorio.ucsg.edu.ec/bitstream/3317/559/1/T-UCSG-POS-MDB-3.pdf>
- Asmat, C. (2010). *Efecto de las normas internacionales de información financiera en el reconocimiento de los activos titulizados por empresas nacionales de supermercados*. Trujillo: Universidad Nacional de Trujillo. Programa Doctoral en Contabilidad y Finanzas.
- Asmat, P. (2015). *Las garantías de cuentas por cobrar por ventas futuras como generadoras de liquidez de supermercados peruanos S.A.* Trujillo: Universidad Nacional de Trujillo, Facultad de Ciencias Económicas.
- Bregante, J. (2016). *Un estudio transversal del fideicomiso, la titulización, los fondos mutuos y los fondos de inversión*. Lima: PUCP.
- Broset, A. (2018). *¿Qué es un crédito bancario? Definición*. Revista Digital Rankia. Recuperado de: <https://www.rankia.cl/blog/mejores-creditos-becas-prestamos/3897966-que-credito-bancario-definicion>.
- Cairampoma, A. (2017). *El sistema fiduciario en el Perú: Propuesta para la adopción de un sistema fiduciario mixto*. Lima: PUCP.
- Caja Arequipa Gana Subasta y se adjudica depósitos y créditos de Caja Señor de Luren (20 de febrero de 2017). *Gestión*. Pág. 13. Recuperado de: <https://gestion.pe/economia/empresas/caja-arequipa-gana-subasta-adjudica-de-positos-creditos-caja-senor-luren-92951>
- Cajas Municipales Colocaron S/. 11,243 millones entre enero y julio. (20 de marzo de 2017). *Gestión*. Pág. 20. Recuperado de: <https://gestion.pe/economia/cajas-municipales-colocaron-s-11-243-millones-enero-julio-47156>
- ¿Cajas municipales: ¿Qué propone la SBS para fortalecer su gobierno corporativo? (30 de septiembre de 2016). *Gestión*. Pág. 23. Recuperado de: <https://gestion.pe/economia/cajas-municipales-propone-sbs-fortalecer-gobierno-corporativo-1165>

- Cajas municipales: *Créditos directos crecieron 10% hasta S/14.5 millones en marzo. (14 de marzo de 2017)*. Gestión. Pág. 21. Recuperado de: <https://gestion.pe/economia/mercados/cajas-municipales-creditos-directos-crecieron-10-s-14-5-millones-marzo-116976>
- Casavilca, R. (2004). *Crédito financiero a través de la titulización*. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Facultad de Ciencias Económicas, Unidad de Post Grado.
- Delgado, R.; Coral, P.; Fernández, S. y Rodríguez, D. (2017). *Planeamiento Estratégico del Sistema de Sociedades Titulizadoras del Perú* (Tesis de Maestro). Pontificia Universidad Católica del Perú. Recuperado de: file:///C:/Users/USUARIO/Downloads/BARTET_CORAL_PLANEAMIENTO_TITULIZADORAS.pdf
- FEPCMAC (1990) *Federación Peruana de Cajas Municipales de Ahorro y Crédito*. Decreto Supremo N°157-90-EF del 28 de mayo de 1990.
- Gonzales, J. (2006). *Determinantes de los niveles de morosidad en las cajas municipales de ahorro y crédito en el Perú - un estudio para el periodo 2001-2016*. (Tesis Profesional). Universidad San Ignacio de Loyola. Recuperado de: http://repositorio.usil.edu.pe/bitstream/USIL/2719/1/2017_Agurto_Determinante-de-los-niveles-de-morosidad.pdf.
- Hernández, R. (2010). *Metodología de la Investigación*. Recuperado de: https://periodicooficial.jalisco.gob.mx/sites/periodicooficial.jalisco.gob.mx/files/metodologia_de_la_investigacion_-_roberto_hernandez_sampieri.pdf
- Herrera, C. (2010). *Efecto de las normas internacionales de información financiera en el reconocimiento de los activos titulizados por empresas nacionales de supermercados*. (Tesis de Doctor). Universidad Nacional de Trujillo. Recuperado de: <http://dspace.unitru.edu.pe/bitstream/handle/UNITRU/5960/TESES%20DOCTORADO%20CESAR%20HERRERA%20ASMAT.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Ley 2297 (2001): *Fortalecimiento de la normativa y supervisión financiera*. Recuperado de: <https://www.bcb.gob.bo/webdocs/normativa/leyes/Ley2297.pdf>
- Ley del Mercado Valores de Perú. *Decreto Supremo N° 093-2002-EF*. (15 de junio de 2002) Recuperado de: <https://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores.pdf>

- Ley General de Sociedades N° 26887. Recuperado de: <https://www.wipo.int/edocs/lexdocs/laws/es/pe/pe061es.pdf>
- Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros. LEY N° 26702.
- Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros *Ley N° 26072*. Recuperado de: [http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/8CEF5E01E937E76105257A0700610870/\\$FILE/26702.pdf](http://www2.congreso.gob.pe/sicr/cendocbib/con4_uibd.nsf/8CEF5E01E937E76105257A0700610870/$FILE/26702.pdf)
- Mavila, D. (2002). *Fideicomiso en garantía. Trabajos y Tareas Industria Data*. Revista Digital. Vol. (7) 1: pp. 61-64. Recuperado de: <https://studylib.es/doc/4700536/garant%C3%ADas-crediticias>
- Martín, M. (2016). *Pasado y presente de la titulización en el sector financiero internacional*. (Tesis Doctoral). Universidad Complutense de Madrid. Recuperado de: *Pasado y presente de la titulización en el sector financiero internacional*
- Martín, M. (2009). *Balance del Sistema Financiero Peruano para el año de 2008*. Recuperado de: <https://scalleruizunp.files.wordpress.com/2010/12/peru-balance-cies-integrado-2008-sistema-financiero.pdf>
- Mendiola, A.; Aguirre, C., Aguilar, J. Chauca, P. Dávila, M y Palhua, M. (2015). *Sostenibilidad y rentabilidad de las cajas municipales de ahorro y crédito (CMAC) en el Perú*. Lima: ESAN ediciones.
- Ministerio de Economía y Finanzas. (s.f.). *Ley de Mercado de Valores*. Recuperado de: <http://www.smv.gob.pe/uploads/PeruLeyMercadoValores.pdf>.
- Núñez, P. (2016). *Securitización empresarial en el Perú*. Recuperado de: <http://securitizacionenperu.blogspot.pe/>.
- Ortiz, J. (2015). *El fideicomiso como herramienta de planificación sucesoria*. Recuperado de: <http://accionesymercados.com.ar/el-fideicomiso-como-herramienta-de-planificacion-sucesoria/>.
- Pariamachi, D. (2004). *Los Procesos de Titulización*. (Tesis Profesional). Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Recuperado de: http://cybertesis.unmsm.edu.pe/bitstream/handle/cybertesis/2238/Pariamachi_ad.pdf?sequence=1&isAllowed=y

- Pariamachi, D. (2004). *Los procesos de titulización de activos*. Lima: Universidad Nacional Mayor de San Marcos.
- Pretell, R., y Pretell, E. (2015). *La titulización de activos como alterbativa de financiamiento en la empresa SEDALIB SA, Trujillo, año 2014*. Trujillo: Universidad Privada Antenor Orrego, Facultad de Ciencias Económicas, Escuela Académico Profesional de Contabilidad.
- Rayo, S.; Lara, J. y Camino, D. (2010). *Un Modelo de Credit Scoring para instituciones de microfinanzas en el marco de Basilea II*. Recuperado de: http://www.scielo.org.pe/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S2077-1886201000100005
- Reglamento para la para la elección de los representantes al Directorio de las CMAC, *Resolución SBS N°5788-2015*. Artículo 241 de la Ley N° 26702,
- Resolución CONASEV (2016). *Ubicación del patrimonio autónomo (y del fideicomiso) en el proceso de titulización de activos*.
- Sevilla, A, (s/f). *Depósitos Bancarios. Revista digital Economipedia*. Recuperado de: <https://economipedia.com/definiciones/deposito-bancario.html>
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (2016). *Memoria Institucional 2016*. Recuperado de http://www.sbs.gob.pe/repositorioaps/0/0/jer/pub_memorias/20170712_SBS Memoria-2016.pdf
- Superintendente de Banca y Seguros. (1999). *Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios* Resolución SBS N° 1010-99. Recuperado de: https://www.lafiduciaria.com.pe/adminweb/archivos/espanol/files/edc18-reglamento_fideicomiso.pdf.
- Tu dinero (2017) *¿Cuánto debe ser su ingreso mensual para calificar a un crédito hipotecario? (14 de marzo de 2017)*. Gestión. Pág. 20. Recuperado de: <https://gestion.pe/tu-dinero/inmobiliarias/debe-ingreso-mensual-calificar-credito-hipotecario-236660>
- Tena, A. (2011). *La titulización de activos como instrumento para la financiación de infraestructuras en España*. (Tesis Doctoral). Universidad Politécnica de Madrid.
- Tong, J. y Díaz, E. (2003). *Titulización de activos en el Perú*. Lima: Centro de Investigación. Universidad del Pacífico.

- Valderrama, J. (2016). *La cadena de suministros y su relación con la competitividad de las PYMES del sector calzado de Trujillo*, 2016. Recuperado de: file:///C:/Users/USUARIO/Downloads/1255-%23%23default.genres.article%23%23-4127-1-10-20180110.pdf.
- Vasilachis, I. (2014). *Estrategias de Investigación Cualitativa* Recuperado de: <http://jbposgrado.org/icuali/investigacion%20cualitativa.pdf>
- Villanueva, W. (2003). *El fideicomiso y sus implicancias tributarias*. Recuperado de: file:///C:/Users/USER/Downloads/11946-47533-1-PB.pdf:RevistaiusetveRitas, N° 47, Diciembre 2013 / issN 1995-2929.
- Vivanco, F. (2017). *El sistema fiduciario en el Perú: Propuesta para la adopción de un sistema fiduciario mixto*. Lima: PUCP.

Referencias Documentales

- Asociación de Bancos del Perú (2011). *La Titulización hipotecaria*. Año 1, N° 14. 23 p.
- Asociación de Bancos del Perú (2002). *Código de Ética de las empresas del sistema financiero*. Aprobado en Sesión de Directorio del 28 de octubre de 2002. 5 p.
- Asociación Peruana de Empresas de Investigación de Mercados [APEIM]. (2013). *Niveles Socioeconómicos 2013: Total Perú y Lima Metropolitana*. 15 p.
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2013). *Reporte de Inflación Diciembre 2013: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2011-2013*.
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2013a). *Indicadores Económicos Abril 2013*.
- Banco Central de Reserva del Perú [BCRP]. (2013b). *Reporte de Inflación Marzo 2013: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2012-2013*.
- Banco Central de Reserva del Perú. *Indicadores del mercado inmobiliario. Notas de estudios del BCRP*. N° 52-59 de agosto de 2014.
- Banco Central de Reserva del Perú. *Indicadores del mercado inmobiliario. Notas de estudios del BCRP*. N° 29-22 de mayo de 2013.
- Cámara Peruana de La Construcción (2013). *XVIII Estudio El Mercado de Edificaciones Urbanas en Lima Metropolitana y el Callao*. Lima: CAPECO.

- Cámara Peruana de La Construcción (2014). *Análisis de precios unitarios en edificaciones*. Vol. I Lima: CAPECO.
- Congreso de la República del Perú. *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros*. Ley 26702.
- Class & Asociados S.A (2013). *Clasificadora de riesgo. Fundamentos de clasificación de riesgo*. Lima: Creditítulos Sociedad Titulizadora S.A. 21 p.
- Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento (2008). *Securitización o Titulización de Carteras Hipotecarias. Consultoría para proponer el proceso operativo para la securitización de hipotecas y otras alternativas de mejoramiento habitacional*. SBPF-VMVU-UCS/003-2007 Lima, enero de 2008.
- Scotia Sociedad Titulizadora S.A (2008). *Memoria Anual 2007*. 37 p.
- Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondo de Pensiones. *Reglamento de fideicomiso y de las empresas de servicios fiduciarios*. Resolución SBS N° 1010-99, del 11 de noviembre de 1999.
- Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondo de Pensiones. *Modificaciones al Reglamento de fideicomiso y de las empresas de servicios fiduciarios*. Resolución SBS N° 1010-99, del 10 de setiembre de 2009.
- Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondo de Pensiones. *Normas complementarias para la prevención del lavado de activos y del financiamiento del terrorismo*. Resolución SBS N° 838-2008, del 28 de marzo del 2008. 24 p.
- Superintendencia Nacional de Registros Públicos. *Resolución N° 316-2008-SUNARP-SN*. Directiva que regula la inscripción de fideicomisos.
- Titulizadora Peruana Sociedad Titulizadora S.A (2009). *Memoria Anual 2008*. 13 p.

IX. ANEXOS

Anexo 1

Matriz de Consistencia de la investigación

Título: “Titulización de Activos en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú”

Autor: Calderón Betalleluz Víctor Manuel

PROBLEMAS	OBJETIVOS	HIPÓTESIS	VARIABLES E INDICADORES	INSTRUMENTOS
<p>Problema Principal</p> <p>¿Cuál es la influencia de los instrumentos de la titulización de activos empleados en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú?</p> <p>Problemas Secundarios</p> <p>¿Cuáles son los aspectos jurídicos de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú?</p> <p>¿Cómo son utilizados los instrumentos financieros de las CMAC de Perú?</p> <p>¿Qué relación existe entre los instrumentos financieros y los activos generados por las CMAC de Perú en el periodo de tiempo de 2009 a 2017?</p>	<p>Objetivo General</p> <p>Analizar la influencia de los instrumentos de la titulización de activos empleados en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú.</p> <p>Objetivos Específicos</p> <p>Describir los aspectos jurídicos de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro de Perú.</p> <p>Caracterizar los instrumentos financieros de las CMAC de Perú.</p> <p>Establecer la relación entre los instrumentos financieros y los activos generados por las CMAC de Perú en el periodo de tiempo de 2009 a 2017.</p>	<p>Hipótesis Principal</p> <p>Los instrumentos de La titulización de activos empleados en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú, han influido de manera positiva</p> <p>Hipótesis Secundarias</p> <ul style="list-style-type: none"> • La normatividad constituye el aspecto jurídico de la gestión de las Cajas Municipales de Crédito y Ahorro, que permiten la generación y colocación de carteras de títulos valores con respaldo de créditos. • Los instrumentos financieros de las CMAC de Perú son utilizados de manera eficaz. • Existe relación lineal entre los instrumentos financieros y los activos generados por las CMAC de Perú en el periodo de tiempo de 2009 a 2017 	<p>Variable Independiente: Titulación de Activos</p> <p>Dimensión: Instrumentos Financieros</p> <p>Indicadores: Depósitos Rentabilidad Créditos</p> <p>Variable Dependiente: Cajas Municipales de Ahorro y Crédito</p> <p>Dimensión: Activos Generados</p> <p>Indicadores Montos de Créditos otorgados Número de Clientes Montos de Depósitos Montos por Cuentas por Cobrar Créditos Hipotecarios Montos de Atrasos</p>	<p>Instrumentos de recolección de datos e informaciones: Fuentes bibliográficas Técnicas de Observación Fuentes Hemerográficas Hemerotecas especialidades Análisis de contenido.</p>

Anexo 2

Validación de los Instrumentos

Basándose en las características de la investigación, el instrumento será elaborado por el autor del estudio, tomando como referencia las teorías y definiciones desarrolladas en el marco teórico. La construcción del instrumento será efectuada bajo el debido criterio, de modo que se ejecutará la recolección de información y datos apropiadamente para proceder al análisis de las variables de la investigación.

Validación por Juicio de Expertos

A fin de realizarse la adecuada validación de los instrumentos se procederá a acudir a cuatro expertos, con el propósito de obtener la confiabilidad de los procedimientos efectuados de recolección de datos, quienes efectuarán las observaciones que crean conveniente y pertinente sobre los lineamientos metodológicos y estructuración de los ítems, precisando sus indagaciones con la finalidad de realizar las correcciones pertinentes.

Confiabilidad de Instrumentos

A fin de proceder a evaluar la confiabilidad del instrumento a utilizarse, se someterá a una medida de coherencia o consistencia interna, el alfa de Cronbach, que permitió medir el nivel de confiabilidad considerando una escala de medida para la dimensión no observable construida a partir de las variables observadas.

A partir de las varianzas, el alfa de Cronbach se calculará así:

$$\alpha = \left[\frac{k}{k-1} \right] \left[1 - \frac{\sum_{i=1}^k S_i^2}{S_t^2} \right]$$

Donde

S_i^2 es la varianza del ítem i ,

S_t^2 es la varianza de los valores totales observados y

k es el número de preguntas o ítems.

El valor de alfa de Cronbach debe ser cercano a la unidad para que nos permita asegurar que estamos efectuando mediciones estables y consistentes.