

ESCUELA DE POSGRADO Y ESTUDIOS CONTINUOS

LA TITULIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS Y SU
INFLUENCIA EN EL CRECIMIENTO DE UN
COLEGIO PERUANO CON PRESENCIA A NIVEL
NACIONAL, 2018 - 2019

Tesis para optar el grado **MAESTRO** en:

FINANZAS CORPORATIVAS

Autor:

Aldo Martin Quevedo Alarcon

Asesora:

Dra. Ena Cecilia Obando Peralta

Trujillo – Perú

2022

Dedicatoria:

A mis padres, por siempre confiar en mí; y a mi esposa, por su incondicional apoyo y comprensión.

Agradecimiento:

A la Universidad Privada del Norte, por permitirme ser parte de esta gran institución; y a mis profesores, por sus enseñanzas.

Tabla de Contenido

Dedicatoria.....	2
Agradecimiento	2
índice de tablas.....	5
índice de figuras.....	6
Resumen.....	7
Abstract.....	8
I. INTRODUCCIÓN.....	9
I.1 Realidad Problemática:.....	9
I.2 Pregunta de investigación.....	14
I.3 Objetivos de la investigación.....	15
I.3.1 Objetivo general	15
I.3.2 Objetivos específicos	15
I.4 Justificación de la investigación.....	15
I.5 Alcance de la investigación.....	18
I.6 Limitaciones de la investigación.....	18
II. MARCO TEORICO.....	19
II.1 Antecedentes.....	19
II.2 Bases Teóricas.....	35
II.3 Definición de términos.....	44
II.3.1 Agentes participantes en el proceso de titulización	44
II.3.2 Crecimiento de la educación privada.....	45
II.3.3 Fideicomiso	46
II.3.4 Flujos futuros de dinero.....	46
II.3.5 Liquidez	47
II.3.6 Sociedad titulizadora	49
II.3.7 Titulización de activos	50
III. HIPOTESIS.....	51
III.1 Declaración de hipótesis.....	51
III.2 Operacionalización de variables.....	51
III.2.1 Variable dependiente	51
III.2.2 Variable independiente.....	51
III.2.3 Matriz de operacionalización de variables	51
III.3 Propuesta.....	52
IV. DESCRIPCIÓN DE MÉTODOS Y ANÁLISIS.....	56
IV.1 Diseño metodológico.....	56

IV.1.1 Tipo de Investigación	56
IV.1.2 Nivel de Investigación	56
IV.1.3 Método de Investigación	56
IV.1.4 Diseño de Investigación	56
IV.2 Población y muestra	57
IV.2.1 Población.....	57
IV.2.2 Muestra.....	57
IV.2.3 Técnicas de recolección de datos.....	58
IV.2.4 Técnicas para el procesamiento de la información.....	58
V. RESULTADOS.....	60
V.1 Comparativo y variación indicadores 2018 vs 2019.....	60
V.2 Indicadores financieros, de gestión y de crecimiento del periodo 2018.	61
V.3 Indicadores financieros, de gestión y de crecimiento del periodo 2019.	62
V.4 Análisis del crecimiento del colegio de 2018 a 2019.	63
V.5 Comparación de los tipos de financiamiento.....	68
V.6 De las tasas de interés: análisis WACC.....	69
V.7 El proceso de titulación en el colegio estudiado.....	70
V.7.1 Resumen:	70
V.7.2 Patrimonio fideicometido	71
a. Bienes fideicometidos	71
b. Garantías.....	72
c. Cuentas del fideicomiso	73
d. Coberturas requeridas.....	73
V.7.3 Destino de los fondos.....	74
V.7.4 Fundamentación de la clasificación del riesgo.....	75
V.7.5 Perspectivas	76
V.8 Data para contrastación de la hipótesis	76
V.9 Contrastación de la hipótesis	83
VI. DISCUSIÓN, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	86
VI.1 DISCUSIÓN.....	86
VI.2 CONCLUSIONES.....	88
VI.3 RECOMENDACIONES	89
BIBLIOGRAFÍA	91
ANEXOS.....	94

Índice de tablas

Tabla 1 Elemento del proceso de titulación.....	21
Tabla 2 Modelos de procesamiento de la información.....	57
Tabla 3 Indicadores de comparación	58
Tabla 4 Resultados del colegio para el 2018	59
Tabla 5 Resultados del colegio para el 2019	60
Tabla 6 Titulación de flujos futuros	68
Tabla 7 Colegios cedidos para la titulación	69
Tabla 8 Listado de cuentas del fideicomiso	70
Tabla 9 Ratios de cobertura y endeudamiento	71
Tabla 10 Destino de los fondos.....	71
Tabla 8 Flujos futuros 2018 - 2019.....	73
Tabla 9 Capital humano 2018 - 2019.....	74
Tabla 11 Pregunta 01 de la encuesta	74
Tabla 12 Pregunta 02 de la encuesta	74
Tabla 13 Pregunta 03 de la encuesta	75
Tabla 14 Pregunta 04 de la encuesta	76
Tabla 15 Pregunta 05 de la encuesta	77
Tabla 16 Pregunta 06 de la encuesta	77
Tabla 17 Pregunta 07 de la encuesta	78
Tabla 18 Pregunta 08 de la encuesta	79
Tabla 19 Base para chi cuadrado, Yates	80

Índice de Figuras

FIGURA 1 CUADRO CON 3 AGENCIAS PRINCIPALES INTERNACIONALES	23
FIGURA 2 PROCESO DE TITULIZACIÓN	27
FIGURA 3 PROCESO DE TITULIZACIÓN Y SUS FUNCIONES.....	37
FIGURA 4 PATRIMONIO FIDEICOMETIDO ESQUEMA BÁSICO	41
FIGURA 5 PROCESO DE TITULIZACIÓN	42
FIGURA 6 EST. DE FLUJO EFECTIVO PERIODO 2019	52
FIGURA 7 PRÉSTAMOS BANCARIOS Y EMISIÓN DE BONO TITULIZADOS	53
FIGURA 8 TÉCNICAS PARA EL PROCESAMIENTO DE LA INFORMACIÓN	56
FIGURA 9 INGRESOS DE PENSIONES.....	61
FIGURA 10 ALUMNOS Y TRABAJADORES	61
FIGURA 11 COLEGIOS EN CONSTRUCCION Y EN AMPLIACION.....	62
FIGURA 12 LIQUIDEZ	62
FIGURA 13 INDICADOR FINANCIERO – EBITDA	63
FIGURA 14 INDICADOR FINANCIERO – APALANCAMIENTO	63
FIGURA 15 RESULTADOS 2018 -2019	63
FIGURA 16 COMPARACIÓN TIPOS DE FINANCIAMIENTO	64
FIGURA 17 COMPARATIVO DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO	65
FIGURA 18 RESPUESTA PRIMERA PREGUNTA	74
FIGURA 19 RESPUESTA SEGUNDA PREGUNTA	75
FIGURA 20 RESPUESTA TERCERA PREGUNTA.....	76
FIGURA 21 RESPUESTA CUARTA PREGUNTA.....	76
FIGURA 22 RESPUESTA QUINTA PREGUNTA	77
FIGURA 23 RESPUESTA SEXTA PREGUNTA.....	78
FIGURA 24 RESPUESTA SÉPTIMA PREGUNTA	79
FIGURA 25 RESPUESTA OCTAVA PREGUNTA.....	80

Resumen

Las empresas en Perú se han caracterizado por sus formas de financiamiento de manera tradicional, esto se debe a que seguimos siendo un país en vías de desarrollo. Para poder seguir con el crecimiento económico, se necesita dinamizar la economía peruana dando a conocer a las empresas nuevas opciones de financiamiento, incentivando y motivando a los inversionistas a dar movimiento a sus capitales mediante otros mecanismos. Es por ello que la presente investigación muestra cómo la Titulización de Flujos Futuros ayuda en el crecimiento de la institución educativa en estudio.

Se han utilizados las memorias anuales de los años 2018 y 2019 de la institución educativa en mención para poder realizar un comparativo entre ambos períodos y ver el crecimiento que ha obtenido; de la misma manera se han revisado los estados financieros auditados de la institución, para calcular los principales indicadores financieros.

Finalmente, se determinó que la mejor fuente de financiamiento para la institución en estudio es la Titulización de Flujos Futuros, debido a que se puede optar por un financiamiento a largo plazo y solicitar importes superiores que una entidad financiera no puede otorgar. Además, la titulización impactó positivamente en el crecimiento de la institución educativa, puesto que se pudo ampliar y construir 38 nuevos colegios, mejoró sus indicadores financieros, Ebitda en 2% más, y el apalancamiento en 32%, se contrató a 234 nuevos trabajadores administrativos (incluidos docentes) y contó con 5,730 alumnos más que el año 2018 que equivale un 16% de crecimiento.

Abstract

Companies in Peru have been characterized by their traditional financing methods; this is because we remain a developing country. In order to continue with economic growth, the Peruvian economy needs to be energized by making companies aware of new financing options, encouraging and motivating investors to move their capital through other mechanisms. It is for this reason that this research shows how Securitization of Future Flows helps in the growth of this institution.

The annual reports of the years 2018 and 2019 of the mentioned educational institution have been used to be able to make a comparison between both periods and see the growth it has obtained; In the same way, the institution's audited financial statements have been reviewed to calculate the main financial indicators

Finally, it could be determined that the best source of financing for this educational institution is the Securitization of Future Flows, because it is possible to opt for long-term financing and request higher amounts that a financial entity cannot grant. In addition, securitization positively impacted the growth of the educational institution, since 38 new schools could be expanded and built, its financial indicators improved by 2% more, and leverage by 32%, 234 new administrative workers were hired (including teachers) and had 5,730 more students than in 2018, which is equivalent to 16% growth.

I. INTRODUCCIÓN

I.1 Realidad Problemática:

A nivel global, el desarrollo de la estructura de titulización de activos en las relaciones económicas sorprende a todos, hoy en día, porque demuestra el potencial de creación de valor y alienta a las empresas a promover nuevos instrumentos financieros y de inversión. Por tanto, la titulización ayuda a desarrollar estas estructuras de inversión y financiación.

El acceso al financiamiento es un elemento esencial para el proceso productivo de cualquier empresa. Por ende, el proceso de titulización de activos generalmente comienza con la necesidad financiera de una o más personas o empresas cuyos activos pueden titulizarse. *"Esto quiere decir activos con la capacidad de generar flujos efectivos predecibles"*, precisa Flor Neyra, analista legal de la Oficina de Asesoría Jurídica de la Superintendencia del Mercado de Valores.

En el Perú, la gran restricción que existe en el desarrollo de procesos de titulización es la inestabilidad e incertidumbre económica que ha tenido el país y el poco dinamismo con que se mueve el sistema financiero.

La titulización de activos es una técnica financiera que no es nueva en el mundo; fue usada por primera vez en el año 1970 en los EEUU y en Europa, recién a fines de los años 80. Incluso, hay historiadores que datan el traspaso de ventas futuras de arroz entre señores feudales en Japón del siglo XII.

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

No cabe duda que comprobado el éxito de la aplicación de esta técnica financiera, la titulización de activos en mercados financieros mucho más desarrollados como el norteamericano y el europeo, hace que Latinoamérica comience a interesarse en ello y de esta manera empiece a explorar las ventajas que tiene.

La ingeniera ecuatoriana Nilda Avellán menciona lo siguiente: *"la titulización es un mecanismo estructurado para obtener liquidez ahora, de activos que actualmente no son líquidos pero que lo serán en el futuro."* Además, agrega que, *"para lograr este objetivo, se*

emitan valores susceptibles a ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo.” (Avellán Herrera, 2015)

Y esto favorece a obtener una economía modernizada y permite un crecimiento global del país. La financiación estructurada puede transformar activos que suelen ser ilíquidos en otros con mayor liquidez. Este proceso supone una fuente alternativa de financiación inmediata, así mismo puede fomentar el desarrollo de los mercados de bonos, mejorando la eficiencia del mercado financiero, ya que aumenta la competencia para suplir las necesidades de financiación de los clientes.

Los hermanos Pretell Flores, de la Universidad Privada Antenor Orrego, en su investigación sobre la titulización como alternativa de financiamiento en Sedalib, definen a la titulización de activos como *“el proceso de obtención de recursos financieros mediante la emisión de valores negociable respaldados o atendidos a través de futuros flujos de tesorería procedentes de activos generadores de renta. En términos sencillos, la titulización de activos es un mecanismo alternativo de financiamiento que consiste en transformar activos ilíquidos o de lenta rotación en valores mobiliarios que son colocados en el mercado de capitales, para así obtener dinero en efectivo y adelantar las ganancias futuras.”* (Pretell Flores & Pretell Flores, 2015)

En este contexto es importante mencionar que la educación en el Perú necesita de un crecimiento continuo, y la titulización de flujos futuros ayudará a una evolución favorable de la educación en el país.

Así mismo, es importante agregar que la titulización de activos permite a la entidad emisora aislar, trasladar y/o reducir el riesgo, así como obtener una liquidez inmediata, para hacer frente a sus inversiones de expansión o crecimiento.

Existen diversas fuentes de financiamiento, como préstamos, fondos de inversión o emisión directa de valores mobiliarios; sin embargo, cada una de ellas cuenta con ciertas limitaciones que posiblemente pueda obstaculizar una decisión de inversión; la idea es mantener una liquidez sustentable sin caer en niveles de apalancamiento no deseados. Es así que, el esquema directo o clásico de financiamiento de créditos de largo plazo (préstamos), resulta de los ahorros de corto plazo que tiene la empresa, y es potencialmente vulnerable por los intereses y de posibles descalces de plazos para pago que se generan.

Luego de lo mencionado, es indudable pensar que, ante la globalización económica y el constante crecimiento de los países desarrollados, el país debe agilizar, modernizar,

dinamizar y, sobre todo, adoptar nuevos instrumentos financieros para mejorar el panorama de inversión; de lo contrario se quedará aferrado a técnicas financieras antiguas y obsoletas que truncarán el desarrollo económico del país.

Según el Banco Mundial, *“a lo largo de la última década, la peruana ha sido una de las economías de más rápido crecimiento en la región, con una tasa de crecimiento promedio de 5.9 por ciento en un contexto de baja inflación (promediando 2.9 por ciento). La presencia de un entorno externo favorable, políticas macroeconómicas prudentes y reformas estructurales en diferentes áreas crearon un escenario de alto crecimiento y baja inflación.”* (Banco Mundial, 2017). Es por ello que se considera que el Perú tiene mucho crecimiento por delante, con posibilidades de inversión bajo una economía estable.

Entrando al tema de la educación, sabemos que es uno de los factores más influyentes en el progreso y desarrollo de las personas y sociedades; no solo provee conocimientos, también enriquece la cultura y los valores como seres humanos. La educación es necesaria para mejorar los niveles de bienestar social y permite un crecimiento económico en el país.

Andrés Medina y Jorge Iberico afirmaron que *“los modelos de crecimiento relevan la importancia del capital humano en el crecimiento económico: las personas más educadas tienen niveles de productividad superiores, así como una mayor capacidad para adaptar tecnologías e innovar procesos”* (Medina & Iberico, 2011). Es por ello que la educación en el Perú está considerada como un pilar importante para continuar promoviendo un desarrollo equilibrado en el Perú.

La inversión en educación en el país ha aumentado de manera significativa, del 2012 al 2019 se duplicó; y para el año 2019 se incrementó un 11%. De esa manera el gobierno priorizará remuneración y capacitación de docentes e infraestructura educativa. (Peruano, 2019). Esto equivale al 3.8% del PBI.

Desde hace más de una década, el servicio educativo ofrecido por empresarios privados se ha visto beneficiado por la idea de que los colegios particulares son mejores que los estatales. Sin embargo, la educación pública ya empieza a mostrar algunos progresos y ha resultado un freno al crecimiento de colegios orientados a un sector medio bajo. Por su parte, la educación privada ha buscado diferenciarse cada vez más ante una demanda de calidad que ha impulsado un crecimiento con muchas opciones: desde colegios premium hasta colegios orientados a un sector B y C. En muchos casos, los aumentos de pensiones se han estado dando todos los años.

La educación privada ha tenido un crecimiento notorio en los últimos 16 años, pasó del 17% de participación a representar cerca del 50% en Lima. En los primeros años el crecimiento fue explosivo, desordenado y de calidad heterogénea; sin embargo, en los últimos años esta se viene decantando, es decir, crecen los buenos colegios privados. Ante un mercado con cierta madurez, ya no es tan fácil ingresar; se requiere de una buena planificación, una inversión importante, un equipo de especialistas que conformen la institución y con un posicionamiento definido. (Zaragoza, Educación al Futuro, 2012)

La mejora de la educación pública está sustentada fundamentalmente por los Colegios de Alto Rendimiento (COAR), que prácticamente existen en todas las regiones; los colegios con Jornada Escolar Completa (JEC), que para el presente año pasan de 1600 a 2006 en todo el país – que incluyen más horas de matemática, inglés, educación para el trabajo y tutorías, y muchos con moderna infraestructura o rehabilitados –; y los colegios de Fe y Alegría, que gozan de reconocimiento por su adecuada gestión, demostrada por la mejora en los resultados PISA. Este escenario positivo se ha convertido en un freno al crecimiento de la educación privada orientada al sector medio bajo, de modo que los padres de familia tienen ahora otras opciones antes que matricular a sus hijos en colegios privados, que muchas veces resultan precarios.

La sobredemanda por colegios premium continúa; hace tres años, cuando la demanda llegó al pico de hasta siete postulantes por vacante, se crearon varios colegios nuevos como el Áleph, Lima Villa College, Villa Gratia Dei, Villa Perse, San German –todos en Villa Chorrillos– o se re posicionaron algunos para enfrentar esta demanda. El otro efecto en colegios sin muchas vacantes fue el alto incremento en las pensiones, que en promedio se ha duplicado en 10 años; o el de las cuotas de ingreso, que en algunos casos hasta se han triplicado en menos de cinco años. Actualmente, ya los costos resultan altos, incluso tan o más caros que los colegios de Chile, país con los más elevados costos educativos de la región. (Zaragoza, Educación al Futuro, 2012)

Otra tendencia interesante es la creación de nuevos colegios orientados al segmento B, producto de la integración vertical de nidos, que con la integración de educación inicial en colegios han visto reducidas sus opciones. Así, este año tenemos nuevos colegios, como Los Alpes Elementary School, liderado por la educadora Verónica Murgia, con amplia experiencia como fundadora y promotora de Little Ones Nursery en el distrito de Surco; el nuevo colegio Almasiri, en San Borja, a partir del Nido Picaflora; y hace dos años el colegio Aldebarán, del nido Figuritas en Surco, liderado por su promotora, la licenciada Neyda Ugarte. Otros planteles nuevos son los colegios cristianos, tales como el International Christian School en Miraflores, y el Saint Patrick's en La Molina

Entre los colegios orientados al segmento C, siguen multiplicándose aquellos pertenecientes a los consorcios, como Innova Schools, Pamer, Trilce y Trento. También encontramos colegios muy competitivos, como Saco Oliveros, con más de 40 sedes; y Prolog, con fuerte presencia en Lima Sur, que incluso preparan a equipos de estudiantes que han logrado los primeros lugares en concursos internacionales en ciencias y matemática. Otros colegios exitosos son el Juan Pablo Peregrino, en Carabayllo, donde toda la promoción de quinto de secundaria ingresó a la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, la mitad de ellos a carreras de ingeniería; el Grupo AvantGard, en Villa El Salvador, que cuenta con siete sedes y una villa deportiva con certificación en el modelo de calidad europea EFQM y que ha incorporado el método Singapur en la enseñanza de matemáticas; el consorcio Technology School, con más de 30 sedes, etc.

El colegio en estudio apunta a una clase media emergente con pensiones promedio de US\$ 130, siendo la innovación uno de los pilares de su propuesta educativa; para desarrollarla han trabajado en Berkeley la educación inicial, usan el modelo Blended para primaria, y en secundaria –en la que se alterna la educación por grupos y la individual– se basan en proyectos aterrizados a la realidad. Esta exitosa experiencia junto con otras como las de Áleph o Talento, de Trujillo, son visitadas e investigadas por otras instituciones, incluso extranjeras, para tomarlas como ejemplo por seguir.

Hay que añadir que han anunciado su llegada a Lima Futura School del Grupo Wiese, liderado por Gonzalo Galdos y Susana de la Puente, gracias a la contribución del Grupo ACP, que con S/ 20 millones financiará cinco nuevos colegios en Arequipa, Ica, Tacna, Trujillo, Chiclayo y Piura. El Grupo Zárate, de Huancayo, también ha anunciado la llegada a Lima de su franquicia de Colegio Zárate, que cuenta con dos sedes en Huancayo y una en el Cusco. Este Grupo, además, tienen negocios inmobiliarios y de gastronomía. Hay que precisar que este sector ha resultado muy competitivo y la apertura de estos colegios está desplazando a los pequeños colegios de barrios; incluso captan promociones completas de otros colegios, por lo que la competencia es alta. Lo interesante es que como resultado de este proceso tendremos mejores colegios privados en cualquiera de los estratos, distritos y regiones. (Zaragoza, <http://www.educacionalfuturo.com/>, 2017)

Un artículo publicado por la Sociedad de Comercio Exterior en su web principal señala lo siguiente: *“En numerosas ocasiones, hemos resaltado la importancia de la educación como uno de los principales pilares del desarrollo a largo plazo de un país. Según el Banco Mundial (BM), a nivel global, por cada año adicional de escolaridad, las ganancias por hora se incrementan, en promedio, un 9%. Así, a través de la educación es posible desarrollar capital humano de calidad que contribuya a reducir la pobreza, innove y logre adaptarse rápidamente a los cambios tecnológicos”* (ComexPerú, 2019); además, agrega

que, “realizar inversiones eficientes que contribuyan a cerrar la brecha de infraestructura en educación a largo plazo (2016-2025) es esencial para impulsar el crecimiento e igualdad de oportunidades a lo largo de todo el territorio”. Es por lo mencionado que la titulización de flujos futuros en el sector educación por parte de las instituciones educativas mediante sus grupos empresariales, se considera un mercado potencial perenne.

Vamos a mencionar el caso de una sociedad peruana que titulizó sus flujos futuros de cobros para realizar una inversión en infraestructura; siendo dicho caso una principal justificación para el desarrollo de la investigación.

El enfoque de la presente tesis está orientado a informar sobre las opciones que existen en el mercado financiero para los grupos o consorcios educativos. De tal manera que el financiamiento sea inmediato, se obtenga una mayor liquidez y ayude al crecimiento educativo en el Perú. Al realizar el proceso de titulización de flujos futuros en los grupos educativos, influenciará en el crecimiento de la educación y también se promoverá el uso de esta técnica financiera en el país.

En la institución educativa en estudio, enfocándonos en el apartado de Actividades de Financiamiento, podemos observar como algunos indicadores principales iniciales, a los flujos futuros en cuanto a pensiones por S/. 213.9 millones, importante valor considerando que la institución tiene un crecimiento normal promedio en los últimos años; capital humano entre alumnado y trabajadores con 38,860, infraestructura con 29 colegios en construcción y ampliación, mientras que los trabajos en curso están en 79.4 millones, los ratios financieros de liquidez están en 1.27, el ebitda 25.7% y apalancamiento con 1.26%, lo que significa que la institución es una empresa estable financieramente. Todos estos datos resaltan como principales indicadores financieros en el 2018 tuvieron como resultado operativo S/ 30.6 millones y un resultado neto negativo de S/ 3 millones.

Agregar además que, todas las personas pueden crear una estructura de titulización acorde a sus necesidades. Sin embargo, es difícil lograr un equilibrio óptimo que pueda brindar seguridad y atractivo a quienes se dedican a estas actividades. Por ello, es importante revisar los fundamentos teóricos de la titulización de activos y su adecuada evolución de esta inversión y nuevo instrumento financiero.

I.2 Pregunta de investigación:

¿En qué medida la titulización de los flujos futuros influyó en el crecimiento del colegio peruano con presencia a nivel nacional, 2018 - 2019?

I.3 Objetivos de la investigación:

I.3.1 Objetivo general:

- Determinar la influencia que tuvo la titulización de los flujos futuros en el crecimiento del colegio en el Perú, 2019.

I.3.2 Objetivos específicos:

- Medir el crecimiento que tuvo el colegio en el Perú antes de la titulización en el año 2018.
- Medir el crecimiento que tuvo el colegio en el Perú posterior a la titulización en el año 2019.
- Analizar el crecimiento del colegio en los periodos del 2018 a 2019.
- Comparar los tipos de financiamiento a los que puede optar el colegio en estudio.

I.4 Justificación de la investigación:

El proyecto se justifica desde el enfoque práctico, debido a que nos ayuda a tomar conocimiento sobre la importancia de una adecuada gestión financiera que debe existir dentro de las empresas, específicamente en este caso, a través de la titulación de flujos futuros de los centros educativos. Es importante demostrar todos los beneficios que conllevará este proceso de titulización para las instituciones educativas con la intención de optimizar todos sus recursos financieros. Se busca crear consciencia y difundir conocimientos en cuanto a la diversificación de herramientas de financiamiento existentes en el mercado, cada una adaptable a la necesidad de cada institución educativa.

Desde el enfoque metodológico, la investigación mediante definiciones favorece a la aplicación de la operacionalización de las variables, relacionándolas entre sí, de esa manera permitir la validación de la hipótesis planteada en la investigación; además de quedar como un antecedente para futuras investigaciones donde intervengan las mismas variables.

En cuanto a la justificación académica, el presente estudio quedará como precedente para futuras investigaciones, asimismo, cumplir con los requisitos necesarios para obtener el Grado en Maestría de Finanzas Corporativa.

Finalmente, en cuanto a justificación de los datos investigados pre – pandemia, la data utilizada para la presente investigación fue tomada de los períodos 2018 y 2019 debido a dos fundamentos importantes que son detallados a continuación:

- a. El proceso de titulación y primera emisión del primer programa de bonos por flujos futuros previstos fue realizado en el período 2019: la clasificadora de riesgos Class & Asociados S.A., a través de su analista Jennifer Cárdenas E., emite con fecha 13 de junio del año en mención, en sesión de comité N° 27/2019, los fundamentos de la clasificación de riesgos del proceso a cargo de Internacional de Títulos Sociedad Tituladora S.A. (Intertítulos), informe donde otorga una categoría de clasificación de riesgo sustentada, principalmente, en los resultados económicos, evolución de ingresos y flujos futuros de los colegios involucrados en el proceso, brindando de esta manera estabilidad a la operación. (Class Asociados S. A., 2019)
- b. La pandemia causada por el COVID 19 se inició en marzo del 2020, coincidentemente junto al inicio del año escolar; hasta la fecha existe incertidumbre en el sector educación sobre la manera en que se impartirán las clases, ya sea virtual o semi presencial; en cualquiera de los dos escenarios, el impacto sobre el crecimiento financiero e institucional es relevante: las subdimensiones estudiadas en la presente investigación se han visto seriamente afectadas en los últimos dos años, demostrando número atípicos que volverían incongruente el estudio realizado; ya que las dimensiones utilizadas en la matriz de operacionalización de variables como flujos futuros, capital humano o los ratios financieros, muestran una foto real de cómo se encuentra la empresa en el momento de estudio.

Un grupo de investigadoras de la revista Visión Gerencial, en su estudio Gestión Financiera y morosidad en el sector educativo privado en tiempos de COVID – 19, mencionan la relación entre la gestión financiera y el comportamiento de la morosidad a través de la revisión de los estados financieros. La investigación es realizada a una institución educativa y mencionan que la gestión financiera se ha visto afectada por la pandemia que impactó negativamente en todos los aspectos de la vida familiar y social, teniendo como desenlace atrasos en los pagos y morosidad, incluso, retiro de los alumnos de los colegios.

Cuando utilizan en su investigación los indicadores financieros para analizar el año pandémico 2020, mencionan que dicho año *“se ha caracterizado por una contracción económica (reducción del alumnado y de matrículas escolares, incumplimiento y*

retraso de pago)." Es por ello que concluyen que dicha contracción logró que la empresa experimente un incremento en la morosidad de sus cobros, conllevando a un decrecimiento del efectivo y también de los índices de liquidez absoluta; también agregan que, se ha evidenciado una gran disminución en la cantidad de alumnos matriculados, por ende, de matrículas, lo que conduce a una reducción de la rentabilidad de los activos y del patrimonio. (Pisco Quispe, Miranda Estofanero, Zapana Quise, & Lupaca Chata, 2021)

En una investigación realizada por Vásquez Torres en el año 2020, donde analiza la crisis causada por la pandemia a nivel nacional, detalla que el sector educativo no está exento a esta situación. Incluso muchos centros educativos están evaluando dejar de brindar sus servicios mientras dure la pandemia. Las instituciones educativas ya han reducido las pensiones entre 20 % y 30%, pero es imposible bajar más debido a que está en juego también la estabilidad laboral de los docentes.

Además, agrega que gran parte de las entidades educativas que siguen operando, están presentando "*estados financieros con cifras alarmantes*", caracterizadas por el aumento de la morosidad y la disminución de la liquidez, generando un gran riesgo para afrontar las responsabilidades con acreedores y con los compromisos operativos contraídos.

En sus conclusiones finales, detalla que la situación económica del colegio estudiado se vio desmejorada respecto a la liquidez, que disminuyó en un 13.72% y la utilidad, en 94%, principalmente bajo el efecto de la disminución de los ingresos en 40% (recorte de pensiones) y el incremento en 18% del costo de servicio; todo ello conlleva a no poder hacer frente a las obligaciones financieras e institucionales. (Vásquez Torres, 2020)

Los estudios mencionados en los párrafos precedentes de la presente investigación, demuestran que la situación financiera en el sector educativo se ha visto seriamente afectada por la crisis pandémica, logrando convertir los años 2020 y 2021 en periodos atípicos que no pueden ser objeto de estudio para demostrar que la titulización de flujos futuros es la mejor herramienta de financiamiento y que impacta de manera positiva y sustancial en el crecimiento económico, financiero e institucional de nuestra unidad de estudio. Se ha evaluado trabajar y realizar el presente estudio con instrumentos financieros que se adecuen a la nueva realidad en la que nos encontramos, sin embargo, esta denominada nueva realidad es considerada pasajera. La crisis pandémica está teniendo un periodo de vigencia aproximado de 3 años. Las investigaciones realizadas por diversos especialistas apuntan a que, a nivel social, se tiene que aprender a convivir en este nuevo entorno; mientras que, por el lado económico y educativo, que son nuestros pilares de estudio, la reactivación se viene realizando de manera paulatina y se alcanzará

niveles de crecimiento de acuerdo a las proyecciones pre – pandemia. Todo ello, sumado a que el primer programa de la primera titulización de flujos del colegio fue realizado en el año 2019, convierte este proceso elegido en el ejemplo ideal para lograr los objetivos propuestos en esta investigación.

I.5 Alcance de la investigación:

La investigación se desarrolla en limitación específica del colegio peruano con presencia a nivel nacional, en la totalidad de sus sedes, para los periodos 2018 y 2019, mediante indicadores financieros, como la liquidez y el apalancamiento, además del EBITDA, que tiene una connotación universal respecto a evaluaciones y rendimientos financieros. Todas las dimensiones utilizadas en la investigación como los ratios e indicadores de crecimiento, buscan determinar y diagnosticar cómo se encuentra la gestión financiera dentro de las instituciones educativas en el Perú. Con las herramientas y conocimientos obtenidos al alcance, se optará por el mejor tipo de financiamiento acorde a las necesidades de cada empresa para mejorar la gestión, logrando de esta manera el crecimiento financiero e institucional. Se agrega, además, que todos los resultados de la presente investigación tienen validez para ser aplicados en diferentes empresas del mismo sector y bajo las mismas dimensiones empleadas en el presente estudio.

I.6 Limitaciones de la investigación:

El rango de estudio de la presente investigación está dado por los periodos 2018 y 2019, así mismo, el proceso de titulización de los flujos futuros del colegio fue realizado en el año 2019. Se ha procedido a medir el impacto a corto plazo, de un periodo a otro; sin embargo, es importante recalcar que este tipo de financiamiento es a largo plazo. Si bien la liquidez generada es inmediata, el plan de inversión de la institución está elaborado de manera continua por varios años; es decir, esta investigación mostrará un primer impacto, que tendrá que ser evaluado a lo largo del plan de inversión de la institución que está dado a largo plazo.

II. MARCO TEORICO

II.1 Antecedentes:

La titulización de flujos es un mecanismo de financiamiento frecuente en países desarrollados o con una economía más activa o moderna que la nuestra; esto debido a que nuestro mercado financiero no es tan dinámico como debería serlo.

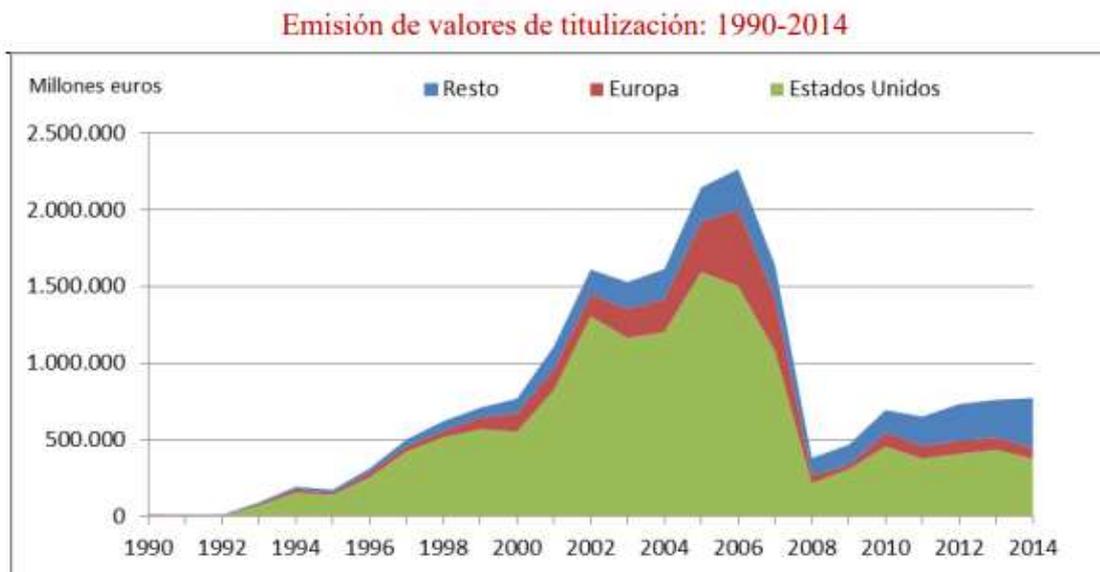
En la tesis doctoral de María del Rosario Martín, denominada Pasado y Presente de la titulización en el sector financiero internacional, señala que “en los años de crecimiento económico previos al 2007, la titulización se perfiló como un mecanismo financiero novedoso, esencialmente beneficioso por su potencial para estimular la actividad crediticia y, con ella la económica; los nuevos valores creados a partir de las operaciones de titulización obtuvieron una amplia aceptación entre los inversores profesionales debido a varias circunstancias”. Una de estas fue la flexibilidad de elegir entre distintos niveles de riesgos; otra es que los inversionistas encontraron que los valores emitidos obtenían calificaciones crediticias elevadas, por ende, se le atribuía la característica de “ser valores fácilmente transmisibles en los mercados secundarios.” De este modo, la actividad de titulización se convirtió en una de las principales fuentes de financiamiento para muchos países industrializados, y de ninguna manera era considerada como amenaza que pueda causar desestabilidad en el sistema financiero. (Martín Martín, 2016)

Además, agrega que la titulización “es una técnica donde se agrupa un conjunto de derechos de crédito que se transmiten a un vehículo, el cual, a su vez, emite valores para financiar la adquisición. La emisión puede estar formada por una única serie de valores todos ellos fungibles entre sí o por varios tramos, cada uno de ellos con diferentes derechos económicos y niveles de riesgo asociado.” (Martín Martín, 2016)

Así mismo, menciona que los primeros activos titulizados fueron los préstamos hipotecarios que datan de los años setenta, donde se traspasaban una cartera de préstamos otorgados bajo hipotecas, incluyendo intereses y comisiones, a una serie de inversores. Como era de esperarse, este tipo de titulización resultó muy atractivas para los bancos con problemas financieros y las instituciones dedicadas al préstamo y al ahorro.

Martín señala también lo interesante que son los mercados europeo y norteamericano por su evolución durante todos estos años, no solo haciendo referencia al tipo de activos que puede ser titulizado sino a la velocidad de expansión que tiene la industria de la titulización.

La primera titulización fue realizada en 1,970 por el Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano (agencia del estado norteamericano) que creo una transacción con respaldo de una hipoteca. Martín menciona en su estudio que entre 1,994 y 2,014 “las agencias gubernamentales estadounidenses han sido responsables del 29.2% de toda la titulización mundial:



Fuente: (Martín Martín, 2016)

Es importante lo que también se menciona en el estudio revisado, donde indica que “la mejora de la liquidez, la reducción del riesgo de crédito y la restructuración de los cash-flows son los beneficios que una entidad podría alcanzar a través de la titulización en comparación con una mera venta de préstamos.” (Martín Martín, 2016)

Finalmente, Martín concluye que “las entidades bancarias americanas titilizan de una forma más eficiente que las europeas. En el término eficiencia se ha incluido los dos aspectos esenciales para un originador en el momento de iniciar estas operaciones: la transferencia de riesgo y la obtención de liquidez.” (Martín Martín, 2016)

Tatiana Suárez, de la Universidad de Santiago de Compostela de A Coruña, en su investigación denominada Titulización de Activos, análisis del riesgo sistemático de las originadoras en España, menciona que “la titulización se ha convertido en una de las consecuencias más visibles de la innovación financiera en los últimos años”. Así mismo, conceptualiza a la titulización como “titularización, valorización, titulación, titulización o securitización...un proceso de financiación mediante el que una entidad transforma activos

susceptibles de generar una corriente de ingresos en títulos o valores negociables, líquidos y con unos flujos de pagos determinados.” Y luego de revisar diversos autores, adiciona que las titulaciones son “productos estructurados ya que combinan varios productos financieros en una misma estructura”. (Suárez Barros, 2016)

Suárez pasa a conceptualizar el proceso de titulación de activos como “la transformación de derechos de créditos presentes y futuros en valores de renta fija negociables”. Todo proceso de titulación transforma un bloque de activos heterogéneos, debido a sus características financieras: intereses, valor nominal, vencimiento, amortizaciones, riesgo, etc.) en otro bloque de activos seriados, con algunas nuevas características como la de mayor importe, líquidos, fácil transmisión, misma amortización y con un riesgo crediticio mejorado.

Según Suárez, se presentan a continuación los elementos presentes en el proceso de titulación:

Tabla 1 Elemento del proceso de titulación

ELEMENTO	COMENTARIO
Originador	Entidad cuya actividad genera los fondos susceptibles de colateralizar un proceso de titulación.
Administrador (Servicer)	Tiene la función de cobrador en su sentido más amplio, ya que deberá emprender las acciones necesarias cuando los pagadores no cumplan con sus obligaciones en el momento y/o importe pactado.
Estructurador (Arranger)	Diseña y determina la estructura de la titulación
Entidad especial de titulación	Es una institución financiera legalmente independiente que emite sus propios pasivos a fin de adquirir los activos originados por el banco
Sociedad Gestora de Fondos de Titulación	Entidad encargada de la gestión y representación del fondo.
Garantes financieros	Es un tercero que aporta garantías a determinados tramos de la titulación.
Proveedores de liquidez	Entidades que otorgan líneas de crédito al vehículo de titulación con el fin de garantizar la continuidad en los pagos a los inversores.
Gestor de activos	Un gestor selecciona la cesta inicial de activos que se van a titular y posteriormente compra y vende activos que forman parte de la emisión

Agencias de calificación	Son entidades que otorgan una determinada calificación crediticia a los títulos emitidos
Inversores	Son los que finalmente adquieren los títulos emitidos. Estos asumen un nivel de riesgo de crédito y perciben una rentabilidad distinta en función de la subordinación de los títulos adquiridos

Fuente: (Suárez Barros, 2016)

Suárez detalla 5 clasificaciones de activos titulizados:

- Asset Backed Security (ABS). Un ABS es un bono cuyo flujo de caja es generado por una cartera de activos financieros normalmente a corto plazo.
- Collateralized Debt Obligations (CDO). Un CDO es un título cuyos flujos de caja están respaldados por un conjunto de bonos, préstamos u otro tipo de activos.
- Collateralized Bond Obligations (CBO): conjunto de bonos de alto rendimiento, clasificados como “bonos basura” o por debajo del grado de inversión.
- Mortgage-Backed Securities (MBS). Un MBS es un bono hipotecario similar en su estructura a un CDO, aunque en este caso el conjunto de activos subyacentes está compuesto en su totalidad por préstamos hipotecarios.
- Commercial Mortgage-Backed Securities (CMBS). Es un tipo de Mortgage Backed Securities que tienden a ser más complejos y volátiles que los MBS, ya que sólo se basa en activos inmobiliarios subyacentes. (Suárez Barros, 2016)

Adicionalmente, Suárez hace mención a una titulización tradicional y una sintética; donde la principal diferencia radica en que la tradicional emite títulos valores al mercado que conllevan una liquidez inmediata y la sintética no produce un cese de créditos a un tercero, sino que este permanece en el balance de la empresa.

Como sabemos, existen agencia de calificación crediticia; Suárez presenta un cuadro con 3 agencia principales internacionales:

Figura 1 Cuadro con 3 agencias principales internacionales

		Agencias de calificación crediticia			Significado
		Moody's	S&P	Fitch	
Grado de Inversión	Aaa	AAA	AAA	La más alta calidad crediticia. Capacidad de pago alto aún en condiciones adversas.	
	Aa	AA	AA	Muy alta calidad crediticia. Esta capacidad de pago no es significativamente vulnerable en condiciones adversas.	
	A	A	A	Alta calidad crediticia. Fuerte capacidad actual de pago. En el futuro puede ser algo más vulnerable que las anteriores ante situaciones adversas.	
	Baa	BBB	BBB	Buena calidad crediticia. Ante situaciones adversas no presenta alta protección. Es la categoría más baja de inversión.	
Grado Especulativo	Ba	BB	BB	Grado especulativo. En el futuro no está asegurada. Ante situaciones adversas carece de protección.	
	B	B	B	Altamente especulativo. Escasa garantía de pago. Ante situaciones adversas fuerte vulnerabilidad.	
	Caa	CCC	CCC	Alta probabilidad de incumplimiento. Sólo en condiciones muy favorables puede asegurarse la continuidad de los cumplimientos. CC indica que algún tipo de incumplimiento parece muy probable, C significa incumplimiento inminente.	
	Ca	CC C	CC C		
		DDD DD D	DDD DD D	Default. La diferencia entre DDD, DD y D está en la probabilidad de recuperación	

Fuente: (Suárez Barros, 2016)

Suarez concluye finalmente que, la titulización no trata de un tipo de financiamiento muy común y cuyo funcionamiento resulta un poco complicado de entender, y esto puede agravarse incluso, debido a la cantidad de agentes participantes y la diversidad de activos susceptibles a ser titulizados. Agrega que “la titulización es una buena herramienta de gestión del riesgo, siempre y cuando los intervinientes en el proceso tengan claro su funcionamiento, que el propio proceso cuente con un alto grado de transparencia y el inversor final sea informado con claridad y entienda el proceso.” (Suárez Barros, 2016)

Es importante la investigación realizada por Suárez, debido a que aborda el tema de la titulización de manera amplia y detallada, dando a conocer cada proceso. Se debe considerar que el estudio realizado es sobre el mercado financiero español.

La licenciada Isabel Vela Cantalapiedra, de la escuela internacional de doctorado de España, en su investigación sobre un modelo de financiación para compañías comercializadoras en el sector eléctrico español, hace referencia a las alternativas de financiamiento que son opciones para dichas empresas. Figura en su estudio el préstamo simple, una línea de crédito, leasing, renting, factoring, entre otros, finalizando y dando a conocer la operativa y estado situacional de las titulizaciones. (Vela Cantalapiedra, 2017)

Agrega que la historia moderna de la titulización “tiene sus raíces en la cultura estadounidense de la posguerra, el crecimiento de los suburbios y el llamado movimiento conocido como “Leave it to Beaver” que hacía referencia al sueño americano de la familia perfecta donde el típico matrimonio, padres de familia, contaban con una vivienda en una calle arbolada con un coche en la puerta”. (Vela Cantalapiedra, 2017) De esta manera, el estado considero como propio el sueño de la población, y buscó opciones para poder proporcionar una gran liquidez al sector inmobiliario mediante hipotecas, de tal forma, dar esa financiación a dichas familias.

Vela cita a Osei (2013) y a Jobst (2008) para indicar que “la titulización es un proceso por el que ciertos tipos de activos se agrupan para formar un todo y así ofrecerse al mercado vía fondo de titulización a un determinado tipo de interés. El pago del principal e intereses de los activos se transmiten a los compradores de los valores vía titulización; con este tipo de instrumento financiero se inyecta liquidez al mercado”.

Es importa la conceptualización que Vela hace sobre la titulización de flujos futuros que es “cuando una compañía emite un instrumento de deuda cuya amortización de capital e intereses está asegurada por los pagos de ingresos futuros; en los siguientes años estos flujos de crédito se generarán como resultado de la actividad de los activos cedidos al fondo”.

Vela también menciona sobre algunas medidas de regularizaciones sobre las titulizaciones, como la de elevar el volumen de capital que inversores y originadores deberían de mantener en sus balances para poder realizar este tipo de operaciones; así mismo, para los inversores se les aumentó las exigencias de capital y para los originadores, suavizaron las demandas. Otra medida tomada fue la de obligar a retener un porcentaje al originador para así poder facilitar la gestión del riesgo. Adicionalmente, “se introdujeron también el refuerzo en la calificación y control del riesgo, en el que las

agencias de calificación externas tienen cierta relevancia, y una mayor transparencia y difusión de la información” (Vela Cantalapiedra, 2017). Hubo otro bloque de medidas, que estaba orientado a reactivar el mercado de titulaciones, incorporando entidades no financieras; se potenció también la sencillez de la emisión y su transparencia e información de las mismas.

Vea en su investigación, demuestra cómo la titulización puede ser utilizada como alternativa de financiamiento, e indica que “la diferencia con una financiación tradicional es que no supone incremento del pasivo, ni reducción de activos mediante la venta, sino una cesión de derechos presentes o futuros a cambio de liquidez. Se trata de una financiación fuera de balance.” Además, menciona cuatro ventajas importantes de la titulización como mejor opción de financiamiento:

- Flexibilidad para adecuarse a los requisitos del mercado en cuanto a plazos y curva de tipos para buscar financiación.
- Permite a las entidades no financieras independizarse del sistema.
- Mejora la gestión de sus estados financieros liberando riesgos y reduciendo el uso de sus propios recursos.
- La empresa puede comparar las condiciones de financiación ofrecidas por la titulización para cualquier deuda existente que posea, y elegir así la alternativa más conveniente, buscando una reestructuración de su deuda total. (Vela Cantalapiedra, 2017)

Vela concluye mencionando que “las empresas a lo largo de la historia se han financiado de diversas formas con productos que hoy se conocen como tradicionales como son los préstamos, los créditos, los bonos etc., pero, a partir del último tercio del siglo XX, han aparecido otras alternativas más creativas como las titulaciones.” Mientras que su conclusión final es que la titulización tiene sentido para necesidades de capital elevadas, y con el objetivo de transferir el riesgo deudor al mercado. (Vela Cantalapiedra, 2017)

Mientras Tanya Guillén, en su trabajo de investigación denominado Titularización de Flujos Futuros como financiamiento de los Gobiernos autónomos descentralizados en Ecuador, muestra como la titulización de flujos futuros es una herramienta idónea de financiamiento. (Guillén Triana, 2018)

Es importante lo que menciona Guillén sobre el ámbito de regulación de la titulización: “en el área iberoamericana el desarrollo de la titularización obedece la regulación del país en el que se desarrolla y la economía de la misma”; así mismo agrega que es una opción muy atractiva para la obtención de recursos financieros dentro del segmento bursátil, por parte

de los que necesiten financiamiento, para poder realizar actividades en el sector privado y público.

Para situarnos en contexto donde se desarrollan las titulaciones, Guillén menciona que en el mercado de valores destacan dos grandes grupos: emisores e inversionistas; teniendo las siguientes características:

Emisores: entidades o unidades económicas que requieren, necesitan o buscan financiamiento. Clasificados en 3 sub grupos: emisores públicos, emisores privados y patrimonios autónomos y fondos colectivos.

Inversionistas: son personas naturales o jurídicas de derecho público o privado, que posee una capacidad económica que le permite invertir en valores emitidos por los emisores. (Guillén Triana, 2018)

Mencionando a la Ley de Mercado de Valores, Guillén conceptualiza a la titulación como “el proceso por el cual se emiten valores susceptibles a ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo”. Posteriormente, Guillén también cita a Mario Kenny (2007) indicando que la titulación “es un procedimiento mediante el cual determinados activos “líquidos”, se transforman en activos financieros líquidos, para su negociación en el mercado de capitales, en forma de valores.” (Guillén Triana, 2018)

La titulación surge como consecuencia de buscar nuevas alternativas de financiamiento a un menor costo; un determinado agente que está en búsqueda de liquidez, puede lograr convertir sus activos en líquidos en un plazo menor y rápido, obteniendo de esta manera efectivo al tiempo presente.

Guillén menciona de manera relevante que “la titularización trae consigo expectativas de gran potencial, ya que, a través de esta, se obtiene recursos del mercado de valores a menor costo, y aumenta la liquidez de los agentes al convertir activos inmovilizados en valores negociables”; enfatizando además que, “a través de este proceso se reactiva las ofertas en el mercado de valores en su segmento bursátil, y se convierte en una gran competencia para el sistema financiero”. (Guillén Triana, 2018)

Una de las conclusiones a las que llega Guillén en su investigación de la titulación como financiamiento en los Gobiernos Descentralizados, es que “se puede denotar que esta herramienta de financiamiento trae consigo ventajas, entre ellas la obtención de liquidez a bajo costo, mejorando el balance para el cumplimiento de las competencias exclusivas, convirtiéndose los Gobiernos Descentralizados en entidades públicas eficientes en relación a la prestación de servicios y obras públicas, y de esta manera satisfaciendo las necesidades de los ciudadanos.” Con ello queda demostrado que la titulación no sólo es

un instrumento idóneo para el financiamiento, sino que, a su vez, permite lograr la eficiencia en cuanto a las actividades propias de determinadas entidades. Agrega también que, “la titularización el cual se desarrolla en el Mercado de Valores en su segmento bursátil, se convierte en competencia de las demás alternativas de financiamiento, entre ellas, el endeudamiento público, debido a que los títulos valores que se emiten en un proceso de titularización se encuentran respaldados por bienes o derechos susceptibles de generar flujos futuros, siendo probable el retorno de la inversión hacia los inversionistas.” (Guillén Triana, 2018)

Soplín y Herrera de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas, en su reciente estudio denominado el Fideicomiso de Titulización en las empresas del sector agrícola de Piura, menciona el impacto en la Gestión Financiera, comparando diversos tipos de financiamiento que existen en el mercado, las compara y opta por el mejor tipo de financiamiento. (Soplín & Herrera, 2019)

Es importante lo que menciona Soplín y Herrera en la primera parte de su estudio que, en el proceso de globalización de la economía mundial, es muy indispensable que las empresas de distintos rubros y actividades económicas puedan acceder a este tipo de financiamiento, para integrarse de esta manera a una economía moderna, y a su vez, desarrollarse competitiva y eficientemente, alcanzando posicionarse en el mercado nacional e internacional.

Agregan también que, la titulización “es una herramienta para que las empresas puedan financiar inversiones a largo plazo, obtener una tasa menor que la tasa activa cobrada por los intermediarios financieros y otorga liquidez a sus activos”. Mientras que la conceptualización que le otorgan a la titulización de activos es que es “un mecanismo alternativo de financiamiento que consiste en transformar activos ilíquidos o de lenta rotación en valores mobiliarios que son colocados en el mercado de capitales, para así obtener dinero en efectivo y adelantar las ganancias futuras.” (Soplín & Herrera, 2019)

En el Perú, agregan, las empresas del sistema financiero y las sociedades tituladoras son supervisadas por la Superintendencia de Banca y Seguro (SBS) y la Superintendencia de Mercados y Valores (SMV), respectivamente. Además, estas están facultadas de recibir bienes en fideicomiso. La legislación peruana es sabia al permitir crear diversos tipos de fideicomisos, siempre y cuando no vaya contra la ley y sea posible de realizar. Es por ello que la titulización es una alternativa muy atractiva de financiamiento para cualquier sector.

A continuación, presentan una figura sobre el proceso de titulización:

Figura 2 Proceso de titulización



Fuente: (Soplín & Herrera, 2019)

Soplín y Herrera mencionan 3 ventajas relevante del fideicomiso de titulización, que se detallan a continuación:

- a) Bajos niveles de riesgo para estructurar financiamientos debido a que se constituyen garantías específicas con activos fijos o futuros, para que su ejecución sea sencilla y ágil sin recurrir a procesos judiciales.
- b) Respaldan directamente las obligaciones de los inversionistas.
- c) Respaldan directamente los valores mobiliarios de los inversionistas.

Los investigadores también mencionan los activos que pueden ser titulizados, como los recursos líquidos, derechos y toda clase de bienes. Sin embargo, Soplín y Herrera citan a investigador Alcázar Uzátegui, que indica que no todos los activos de las empresas tienen la posibilidad de ser titulados, por ende, señala que hay dos requisitos básicos que puede estructurarse una titulización de activos:

- El activo a titular debe generar un flujo de caja o flujos futuros que puedan ser predecibles en el tiempo.
- El activo a titular debe generar un rendimiento superior al que pagarán los inversionistas. (Soplín & Herrera, 2019)

Además, mencionan que la única limitante para que el reglamento impone para titular activos es que estos no estén embargados o sujetos a litigios, debido a que serán objeto de oferta pública.

Una de las conclusiones que llegan los autores es que optan por elegir el financiamiento de titulización de activos, puesto que, este financiamiento da la ventaja al emisor de pagar intereses sólo a lo largo de la vida del proceso, por lo que no afecta significativamente al flujo de efectivo de la empresa.

Finalmente, Soplín y Herrera concluyen indicando que la titulización es un “vehículo idóneo y súper flexible” para mitigar riesgos, que ofrece seguridad en el mercado de valores para los inversionistas. Es versátil, puesto que se adapta al perfil de riesgo, tipo de

producto y a la operación. Al optar por este financiamiento, la empresa tendrá mayor capacidad de endeudamiento ya que puede garantizar los pagos futuros con el fideicomiso creado, por ende, la tasa de interés podrá ser menor y el proyecto será sostenible en el tiempo. (Soplín & Herrera, 2019)

Víctor Calderón de la Universidad Nacional Federico Villareal, en su investigación denominada Titulización de Activos en las cajas municipales de ahorro y crédito en el Perú, menciona que la titulización de créditos, en el caso de las cajas municipales, “representa uno de los mecanismos más seguro 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.” (Calderón, 2019) De esta manera, da a conocer la importancia de la titulización para el crecimiento de las empresas.

Calderón también menciona que la titulización es utilizada como un proceso de transformación de activos, y que, es por ello que su objetivo es acelerar el ciclo del flujo de caja. En la mayor parte del mundo, se permite la titulización de todo tipo de bienes, siempre y cuando guarden las características de ser generadores de flujos ciertos, cuantificables y determinables, por ende, transferible y medible al momento de la generación del flujo futuro.

El investigador cita a Delgado, R. et al (2017), mencionando que el sistema de sociedades tituladoras en el Perú tiene algunas debilidades que están centradas en la limitada difusión de la titulización como alternativa de financiación.

Así mismo, Calderón agrega que “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.” (Calderón, 2019). Esto quiere decir, que tendrá un incremento de capital y que mejorará la posición financiera de la empresa.

Algo importante que menciona el investigador, al citar a Tong & Díaz (2003) es sobre la relación riesgo – tasa de interés; menciona que el riesgo en el proceso de titulización dependerá de la certidumbre de los flujos y de las garantías que ofrezcan los inversionistas; por ello es que este nivel de riesgo, determinará la tasa de interés de los bonos de titulización. Para las empresas la titulización de sus activos es beneficiosa porque permite obtener financiamiento a largo plazo con la obtención de fondos con mejores tasas de interés.

La ley indica que son titulizables los activos de todo tipo de empresas sean bancarias, financieras, de seguros, educación, industria, servicios, comerciales, etc.; estos activos

tienen un denominador común: “incorporan un derecho de crédito con distinto plazo de vencimiento, diversa rentabilidad y garantía.” (Calderón, 2019)

Finalmente, Calderón llega a la conclusión de que el fideicomiso de titulización es realizado con una transferencia de un determinado flujo de activos en beneficio de un inversor para constituir un patrimonio autónomo, y que servirá de respaldo a los derechos incorporados en los títulos valores. (Calderón, 2019)

El doctor Edmundo Casavilca (2014), de la Universidad San Martín de Porres de Lima, en su tesis titulada "La titulización de los créditos hipotecarios en el Perú y sus efectos en el desarrollo del sistema financiero", menciona que "las operaciones de Titulización pueden aportar sustanciales beneficios para el Perú. Pueden ayudar, por ejemplo, a completar los mercados financieros, mitigar el riesgo soberano, mejorar la capacidad de recuperación de los mercados ante tensiones financieras y proporcionar una fuente de financiación alternativa al sistema financiero tradicional.

Además, puede hacer más completos los mercados financieros domésticos principalmente de dos maneras. Primero creando activos líquidos a partir de otros que no lo son, como los préstamos hipotecarios para vivienda, el crédito a los hogares y otros derechos de cobro. En segundo lugar, puede mejorar la calidad crediticia de los activos estructurados a través de técnicas de mejora del crédito, ayudando así a cerrar la brecha entre la calidad de los instrumentos que los prestatarios pueden ofrecer y la que los inversionistas prefieren mantener."

El doctor concluye su investigación indicando que "los datos permitieron conocer que los flujos futuros del dinero no se convierten en una herramienta financiera controlada por los organismos reguladores. Sin embargo, frente a las alternativas de financiación a mediano plazo el costo financiero es más bajo comparado con la financiación bancaria.

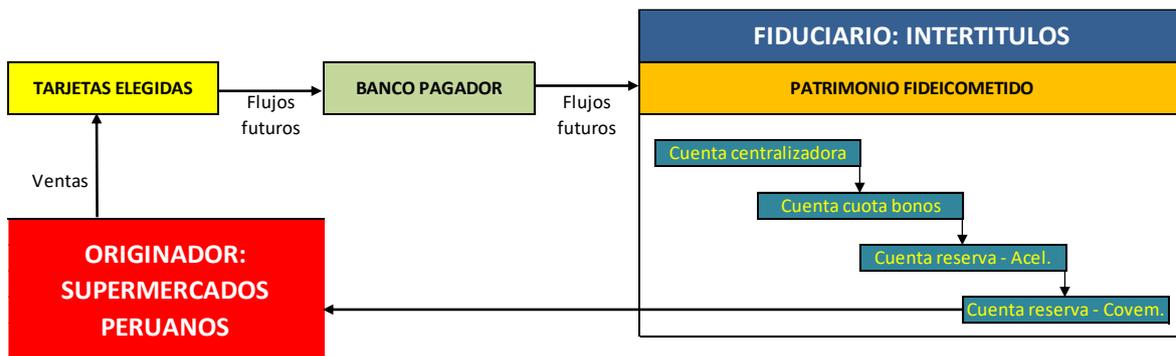
Por lo tanto, se concluye que la titulización de los créditos hipotecarios en el Perú incide en el desarrollo del sistema financiero, titulización que provocará un efecto multiplicador en la economía peruana, debido a que se ampliará la capacidad de negocios". Esto es lo que finalmente ocasiona la titulización de activos en el Perú, mejoramiento y desarrollo. (Casavilca, 2014).

En el estudio realizado por Asmat Muñoz denominado “Las garantías de cuentas por cobrar por ventas futuras como generadora de liquidez de Supermercados Peruano SA”, de la Universidad Nacional de Trujillo en el año 2015, plasma como problemática general la manera cómo “algo que aún no es, como las cuentas por cobrar por ventas futuras, sirve como respaldo para la obtención de efectivo en el presente”; la clave está en que se

generan “futuros activos ciertos capaces de cubrir un financiamiento presente, a través de la emisión de bonos de titulación”, todo ello respaldado por un patrimonio en fideicomiso bajo la administración de una sociedad tituladora. (Asmat Muñoz, 2015)

Es para sustentar lo mencionado, que Asmat Muñoz revisa la estructura del proceso de titulación de la empresa en estudio. “El patrimonio en fideicomiso tiene como finalidad respaldar el pago de los derechos de los bonos titulados” en el primer programa de bonos emitido en el año 2007. (Asmat Muñoz, 2015)

El proceso de titulación está bajo el mecanismo de cascada que Asmat Muñoz detalla bajo el siguiente gráfico:



Fuente: (Asmat Muñoz, 2015)

Menciona que los flujos futuros “están conformados por la totalidad de los derechos de crédito e ingresos que se deriven de las ventas realizadas por el originador en sus locales, que sean pagadas mediante tarjetas”.

Asmat Muñoz agrega que “la estructura de titulación administra el riesgo de emisión de bono titulados considerando los mecanismos de acumulación de fondos, el esquema de cascada de pagos y los mecanismos de aceleración en caso de incumplimiento de obligaciones asumidas por el originador y de los eventos en ejecución relacionados con la disminución de ventas, entre otros”. (Asmat Muñoz, 2015)

Finalmente, concluye su investigación con dos premisas muy importantes. La primera es que “las garantías originadas por los flujos futuros generados por las cuentas por cobrar elegidas del programa de titulación respaldan la captación de efectivo para la empresa investigada”. Esto quiere decir que los flujos futuros son garantías con mucho valor que pueden ser traídas al presente por la empresa. Mientras que la otra conclusión importante

es que “los fondos obtenidos mediante el proceso de titulización garantizados por los flujos futuros generados por cuentas por cobrar elegidas han permitido reperfilarse la deuda financiera de la empresa y financiar la etapa inicial del proceso de expansión”. Este punto hace referencia a que el proceso de titulización de flujos futuros generará liquidez a la empresa que podrá ser utilizada para un crecimiento financiero e institucional en el tiempo. (Asmat Muñoz, 2015)

En el artículo denominado Titulización de activos en el Perú: un enfoque práctico, de Jara O. y Jara R. mencionan que “los mercados de capitales tienen un rol fundamental en el sistema financiero y desarrollo económico de un país, promoviendo y regulando mecanismos de distribución y flujo de ahorro, asegurando el financiamiento de los gobiernos, entidades financieras y corporaciones”. Agregando que, en el Perú, el mercado de valores ofrece variedad de alternativas de financiamiento para las empresas, financiamientos que permiten “fondar a las empresas” generando mejores condiciones respecto a sus operaciones financieras. Es por ello en el año 2015 el financiamiento de las empresas dentro del mercado de valores logró crecer 19.5%, dejando a entender que existe un mejor y mayor uso de las distintas herramientas que ofrece dicho mercado. (Jara Ortega & Jara Rodríguez, 2017)

Así mismo, Jara O. y Jara R. enumera los beneficios de la titulización de activos, los cuales extraemos 3 de los más importantes:

- Permite a las empresas que cuentan con activos ilíquidos mejorar sus índices financieros y la cotización de sus títulos representativos de capital social.
- El menor costo que represente para las empresas obtener recursos financieros.
- Se obtiene un mayor nivel de liquidez, que derivará en una mayor capacidad de inversión y crecimiento de las empresas.

El estudio de los investigadores Jara O. y Jara R. concluye indicando que la titulización de activos se consolida como una de las mejores alternativas para un financiamiento de empresas “que tienen una inversión en su estructura financiera (más pasivos corrientes que activos corrientes)”, y por ende falta de liquidez; generando de esta manera la opción de convertir activos no corrientes de gran calidad (flujos futuros ciertos, por ejemplo) en activos corrientes reales. (Jara Ortega & Jara Rodríguez, 2017)

Un estudio importante realizado por Arias y Merino en el año 2015, denominado Titulización de Activos como alternativa de financiamiento en la empresa CASA GRANDE S.A.A., demuestra lo importante que es el proceso de titulización para las empresas, en este caso, debido a que se encontró la necesidad de adquirir un financiamiento para la

empresa en estudio para poder hacer frente a necesidades financieras para que logren implementar una nueva planta de producción debido a que tendrán un aumento en la producción de manera sucesiva por 5 años. (Arias Zavala & Merino Merino, 2015)

Es importante indicar que los investigadores mencionan que se aplicó “la titulización de sus flujos futuros producto de las ventas futuras, así como también se realizó la estructuración del proceso y se explicó la función de los sujetos intervinientes en dicho proceso.”

La definición que Arias y Merino le dan a la titulización de activos es que “es un instrumento financiero de intermediación directa, que permite obtener financiamiento para la empresa, esto consiste en la emisión de valores basados en los flujos dinerarios que brinda un grupo de activos.” Así mismo, da claras luces del proceso en sí de titulización, que podría llegar a ser engorroso al momento de armar la estructura, sin embargo, conocemos ahora que de la titulización de activos “se obtiene muchos beneficios para la empresa que necesita de disponibilidad de efectivo, como la remoción de activos del balance, así como su financiamiento asociado, obtención de costos totales de financiamiento (tasa de interés) menores, obtención de una base variada de inversionistas así mismo se puede obtener financiamiento cuando este no es posible de otra forma.” (Arias Zavala & Merino Merino, 2015)

Otra información importante que mencionan Arias y Merino en su investigación es la de los requisitos previos para el proceso de titulización, que son detallados a continuación:

- a) Los activos deben de ser homogéneos o susceptibles de ser homogeneizados en una cartera o “paquete”, siendo que por ello deben de ser de igual naturaleza o característica.
- b) Los flujos de los activos deben ser predecibles y comportarse de una manera homogénea y consistente para garantizar la generación de un flujo regular y suficiente de fondos para el pago de los valores emitidos.
- c) Que sean susceptibles de ser titulizados conforme a ley.
- d) Que la cartera de créditos que se pretende Titulizar sea significativa, a fin de que cubra costos del proceso y sea más rentable que las otras alternativas de financiamiento.

(Arias Zavala & Merino Merino, 2015)

Los investigadores también mencionan 4 ventajas de la aplicación de la titulización. Estas son:

- Permite a las empresas que cuentan con activos ilíquidos mejorar sus índices financieros y la cotización de sus títulos representativos del capital social.
- El menor costo que representa para las empresas obtener recursos financieros, costo de financiamiento está directamente relacionado con el riesgo del instrumento, la Titulización permite eliminar el riesgo empresa y sector aislándolo al riesgo de generación de flujos de un activo determinado.
- Permite equiparar las tasas de interés, en especial en lo relativo al financiamiento bancario.
- Se obtiene un mayor nivel de liquidez, que derivará en una mayor capacidad de inversión y crecimiento de las empresas.

(Arias Zavala & Merino Merino, 2015)

La principal diferencia entre financiamientos de titulización y bancarios, que Arias y Merino mencionan en su investigación radica en la tasa de interés: mientras que en un proceso de titulización oscila entre los 3% y 7%, a nivel bancario fluctúa entre el 20% y el 39.63%.

Finalmente, los investigadores concluyen que en el Perú este instrumento financiero (titulización de activos) es poco utilizado, esto debido a que existe poca difusión y desconocimiento del tema. A pesar de ello, existen grandes beneficios que al final apuntan siempre a mejorar la situación financiera de las empresas. Además, mencionan la importancia de la buena calificación crediticia que deben tener los activos que van a ser titulizados, ya que muchas veces la demanda depende estos, considerando también la opción de otorgar una garantía por dichos bonos. (Arias Zavala & Merino Merino, 2015)

Constantino Colacci en su tesis denominada “Financiamiento mediante bonos titulizados en la bolsa de valores y sus efectos en la gestión de los colegios particulares de Lima Metropolitana” menciona que existe una serie de modalidades de financiamiento en el mercado de valores con renta variable (acciones) y los valores con renta fija (bonos) a mediano y largo plazo. Además, agrega que la emisión de bonos titulizados “es factible y existen un conjunto de instituciones pertenecientes al sector educativo como los colegios y universidades que pueden constituir un patrimonio en fideicomiso con el flujo proveniente del cobro de pensiones para disminuir los riesgos de este tipo de operaciones”. (Constantino Colacci, 2012)

Colacci también menciona sobre la posibilidad que brinda la titulización de convertir activos en efectivo creando así un potencial mercado de demandantes de bonos para inversionistas institucionales como las administradoras privadas de fondos de pensiones, ya que, al contar con los recursos necesarios, hace que las perspectivas de titulización

sean interesantes. Sabemos que las AFP pueden invertir el 10% de su cartera de inversiones, es por ello que se logra un exceso potencial de demanda en el mercado de valores.

Así mismo, el investigador indica que actualmente las instituciones educativas tienen su financiamiento en más de dos terceras partes por el cobro realizado a postulantes y alumnos. Prosigue indicando que "otra alternativa diferente al sistema bancario tradicional consiste en el Fideicomiso de Titulización que no es utilizada por su desconocimiento y cuyo costo es menor que el tradicional y cuya información técnica la brinda Bolsa de Valores y entidades consultoras privadas." Como se sabe, el mercado actual mayormente es financiado por entidades financieras (EFI), tal vez sea por su simplicidad, pero en gran parte es por el desconocimiento de otras alternativas. (Constantino Colacci, 2012)

El problema que Colacci busca resolver es cómo el financiamiento mediante bonos titulizados contribuye en la buena gestión de los colegios particulares; es por ello que habla sobre la tasa de interés de financiamiento de bonos, en rendimiento esperado en la financiación y la forma de pago y su incidencia en el flujo de ingresos de los colegios.

Es así que el investigador llega a la conclusión de que "la forma de financiamiento mediante la titulización en las instituciones educativas, permite alcanzar las metas en la gestión, ya que existe una asociación entre ellas y por la característica del pago de las pensiones como flujos futuros predecibles de ingresos". Es importante lo que se menciona, ya que, relaciona la titulización directamente con los objetivos de las instituciones haciendo que sean alcanzables con dinero futuro cierto. Finalmente, el investigador agrega que ese tipo de financiamiento a través de la titulización es una manera de contribuir a las instituciones a "conseguir fondos en el Mercado de Capitales con una calificación de riesgos conveniente con tasas de interés baja". (Constantino Colacci, 2012)

II.2 Bases Teóricas

Michael L. Brosnan, en el capítulo 2 de su libro "La titulización como alternativa de financiación" cita a dos especialistas para conceptualizar a la titulización de activos:

"Hull define la titulización de activos como el proceso de obtención de recursos financieros mediante la emisión de valores negociables respaldados o atendidos a través de futuros flujos de tesorería procedentes de activos generadores de rentas."

"Según Deacon, se trata de un proceso en el que se transforman los flujos de caja originados por un activo subyacente o cobros futuros que recibirá el originador en una corriente de pagos uniforme que permite al originador obtener una financiación respaldada

por activos, en lugar de un préstamo o emisión de un empréstito. La titulización limita la solvencia de la emisión a la de los cobros futuros y no a la del originador como un todo."

Luego agrega que, si nos ceñimos al ámbito de la titulización de activos financieros, ésta puede definirse como un proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, que son cedidas básicamente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos.

En definitiva, la titulización permite a las empresas financieras o no financieras externalizar activos o derechos de cobro futuros y obtener financiación. Estos activos o derechos de cobro los adquiere un fondo de titulización que a su vez financia la compra mediante la emisión de bonos de titulización. El proceso convierte en títulos negociables a una serie de activos que originalmente presentaban un bajo o nulo grado de liquidez. Transforma activos ilíquidos en activos financieros perfectamente negociables.

Brosnan hablar también de los agentes participantes: En el origen del proceso, encontramos al originador, entidad cuya actividad genera los fondos susceptibles de colateralizar un proceso de titulización. (Brosnan, 2004).

También debemos referirnos al administrador. La vinculación que suele existir entre el originador del proceso y los pagadores últimos, hace que las funciones de administración recaigan, a menudo, en el mismo originador. Su función será la de cobrador en su sentido más amplio, ya que deberá emprender las acciones necesarias cuando los pagadores no cumplan con sus obligaciones en el momento y/o importe pactado.

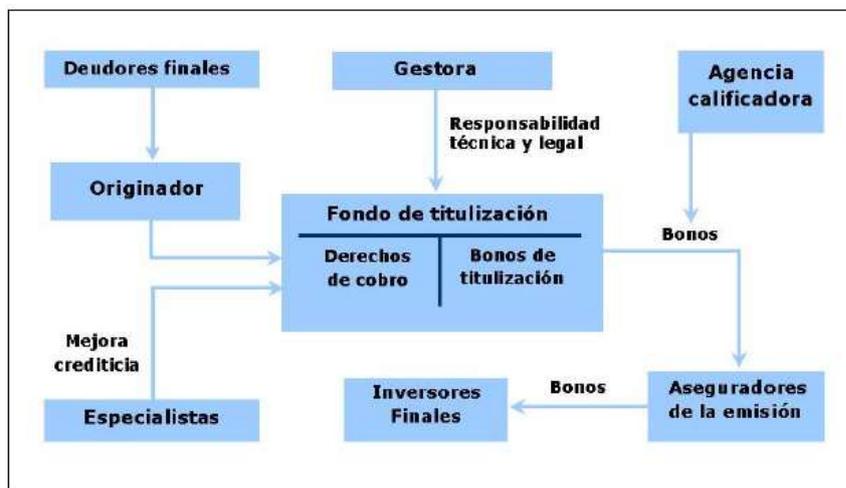
Será necesaria la constitución de un fondo de titulización o vehículo. Se trata de una entidad independiente que tiene como objetivo básico la emisión de los bonos de titulización. Para que se dé el proceso de titulización en sentido estricto, es imprescindible que el fondo no esté relacionado jurídicamente con el originador. De esta manera se consigue que el riesgo de los títulos que se emiten no dependa del riesgo del originador de la operación.

Otro participante decisivo en el proceso es la sociedad gestora. Se encarga de la gestión y representación del fondo, ya que éste, normalmente, carece de personalidad jurídica. En su capital suelen participar la entidad originadora y el resto de instituciones colaboradoras. Entre sus funciones destacan la defensa de los intereses de los bonistas y la administración del patrimonio del fondo hasta su liquidación.

También encontraremos una serie de participantes en el proceso de mejora crediticia de la emisión. Uno de los factores determinantes del éxito de un proceso de titulización, es el establecimiento de mecanismos de cobertura del riesgo, en el que participan colaboradores internos y externos al proceso.

En su gráfico 2.1: Esquema genérico de los participantes en un proceso de titulización y sus funciones, muestra lo siguiente:

Figura 3 Proceso de titulización y sus funciones



El titular de los derechos de cobro es, en definitiva, el originador del proceso. Se trata del acreedor originario. Como reflejamos en el Gráfico 2.1 cede estos derechos al fondo de titulización, que emitirá bonos cuya garantía serán los cobros cedidos por el originador. Este originador no tiene por qué ser único, una misma emisión puede estar respaldada por los derechos de cobro de múltiples originadores.

La sociedad gestora será la encargada de constituir el fondo y diseñar todo el proceso. Pero, como ya comentábamos, existen muchos otros entes implicados en una operación de titulización. Las agencias de calificación certificarán la calidad de los bonos emitidos, que se colocarán finalmente y mayoritariamente entre inversores institucionales. Por último, intervendrán en el proceso una serie de especialistas cuya función es la de mejorar la calidad de la emisión, disminuir su riesgo, en definitiva, adoptar medidas de mejora crediticia.

Distinguiremos entre los mecanismos de mejora crediticia internos y externos. Los externos, como los seguros de garantías financieras o las garantías de agencias estatales, son provistos por terceros. Los mecanismos internos de mejora crediticia son inherentes al

diseño del proceso de titulización. Encontramos gran variedad de mecanismos internos, que a menudo se utilizan de forma simultánea.

Así mismo, detalla los activos susceptibles de titulización: se trata de activos que originan derechos de cobros, generalmente periódicos. Obviamente, el volumen de activos a titular debe ser de un montante suficiente para dar sentido a todo el proceso y reducir sus costes. Los activos colaterales de una emisión de bonos de titulización deben ser relativamente homogéneos entre sí, y la periodicidad de los cobros que generan, relativamente previsible.

Los primeros activos titulizados, como ya comentábamos, fueron préstamos hipotecarios. A partir de entonces, es destacable la diversidad de activos que se han utilizado como colaterales en operaciones de titulización. Sin la intención de ser exhaustivos, aunque sí ilustrativos, citaremos: los préstamos al consumo, las cuentas a cobrar de tarjetas de crédito, operaciones de arrendamiento financiero, alquileres en general, efectos comerciales, cuentas a cobrar derivadas de suministros como el agua, gas, electricidad, teléfono o también los peajes de autopista.

Efectos sobre la entidad cedente:

Entre las ventajas que supone la titulización para la entidad cedente, tradicionalmente se destaca el saneamiento de sus balances. La titulización libera los pasivos que financiaban a los activos cedidos, por lo que éstos pueden destinarse a nuevas inversiones, o bien puede optarse por amortizar esta financiación. Este proceso de saneamiento puede verse potenciado por la venta de los activos de peor calidad. La titulización es también un buen instrumento para igualar los vencimientos de los activos con los de los pasivos.

Así, en un primer estadio, la titulización sería una alternativa más de financiación. Pero es importante remarcar que la transferencia de cobros futuros implica también transferir los riesgos que éstos llevan asociados. Entonces, la ventaja que presenta la titulización frente a otras emisiones es, para las empresas no financieras, que la calificación depende exclusivamente de la solvencia de los activos cedidos, y no de la de la empresa globalmente. El inconveniente clave que debe plantearse el originador es el coste del proceso, y la conveniencia de realizar o no la titulización, en función de las alternativas de financiación de que disponga.

La titulización puede permitir al originador acceder a recursos o a segmentos de inversores que no constituirían posibles fuentes de financiación si la empresa originadora acudiera a éstos como tal. Esta situación es habitual en empresas percibidas como poco

solventes por los inversores. También en el caso de empresas sin tradición emisora en los mercados o relativamente desconocidas o pequeñas, la titulización puede permitirles obtener recursos mediante emisiones altamente calificadas que a su vez les darán buena reputación en los mercados.

En el caso de las entidades financieras sometidas al cumplimiento de coeficientes de recursos propios se liberan parte de éstos con el consecuente ahorro. La liberalización de estos recursos permite rotar el activo en aras a alcanzar una mayor rentabilidad. Aunque pueden ver reducido su margen financiero dado que la titulización es un exponente más del fenómeno de desintermediación bancaria, así como por el aumento de oferta de fondos prestables en el mercado que puede llevar consigo el proceso, estas entidades deberán intentar compensar esta disminución en los márgenes con el cobro de los servicios que pueden prestar asociados a su participación en la titulización, ya sea como aseguradores, vendedores, cobradores, etc.

Respecto a los riesgos que soportan las entidades financieras, la titulización afectará al riesgo de liquidez derivado de las divergencias entre los vencimientos de los cobros generados por el activo y los de los pagos que origina el pasivo. Con la titulización puede acortarse la estructura de vencimientos del activo. También afectará al riesgo de cambio, ya que, si se traspasan operaciones denominadas en una divisa, se traslada el riesgo de cambio al comprador.

Efectos sobre los deudores:

La mayor parte de legislaciones que versan sobre el tema, coinciden en que el deudor no puede ver empeorada su situación jurídica como consecuencia de la cesión. El deudor sigue relacionándose con el mismo acreedor con que inició la operación; relación, por otro lado, usualmente fomentada por el acreedor por razones comerciales evidentes. Y la normativa velará para que el deudor no sea perjudicado por el proceso en ningún caso.

En el caso de la titulización de préstamos y créditos, el estímulo para la competencia que puede generar el incremento de fondos prestables y la menor concentración de riesgos pueden llegar a reducir el coste de las operaciones para los deudores. Además, y en el mismo sentido de reducción de costes, ésta también puede verse propiciada por el hecho de que activos que tradicionalmente han sido ilíquidos se transformen en activos perfectamente negociables. (Brosnan, 2004)

Efectos sobre los inversores finales:

Simplemente, por la mayor diversificación de la oferta de títulos en el mercado, todos los inversores resultan beneficiados; por la variedad de vencimientos, rentabilidades, riesgos, etc., a que pueden acceder. Los inversores tienen acceso a tipologías de inversión, como la hipotecaria o la de las cuentas a cobrar, tradicionalmente restringidas a las entidades financieras y todo ello sin el inconveniente que alguno de estos colaterales podía presentar, la iliquidez, ya que mediante la titulización se han transformado en activos financieros totalmente líquidos.

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

En términos de riesgo, o más propiamente, de la información respecto a éste, la exigencia de calificación a que están sometidos los bonos de titulización en la mayoría de los mercados, incluido el español, les aporta una ventaja competitiva frente a otros activos no calificados. Incluso, nos atrevemos a decir que pueden fomentar la popularización de la calificación crediticia al resto de emisiones.

Como inconvenientes sólo destacaríamos la percepción negativa que pueda generar la propia complejidad del proceso de titulización en el inversor y la mayor propensión a sufrir amortizaciones anticipadas que, en algunos casos, pueden presentar estas emisiones. En el caso de la titulización hipotecaria, por ejemplo, los flujos que respaldan la emisión pueden ser muy sensibles a los cambios en los tipos de interés que puedan llevar a los prestatarios a la amortización parcial o cancelación de la deuda. Una bajada en los tipos puede fomentar la tendencia a la refinanciación por parte de los deudores. Se trata de una situación en que el riesgo de interés puede afectar a los títulos no sólo por su incidencia en el precio o en la reinversión sino también por esta posibilidad de amortización anticipada. En estos casos, las emisiones ofrecen rentabilidades que incluyen primas que pretenden compensar al inversor por este riesgo adicional, pero, aun así, los inversores pueden ser reacios a aceptar este tipo de incertidumbre. Este riesgo de prepago que tradicionalmente han soportado las entidades financieras se traspaasa con la titulización a los inversores finales. (Brosnan, 2004).

Efectos el sistema financiero en su conjunto:

La titulización fomenta el proceso de desintermediación crediticia, contribuyendo, además, a la reducción de los costes de intermediación. Puede reducir los costes de financiación bancaria, tanto por las mayores oportunidades de refinanciación de las entidades financieras, como por el traslado de riesgos al inversor final que supone. Una de las implicaciones más relevantes de la titulización es la dilución de riesgos entre la mayor parte de participantes en el proceso. La titulización es una nueva fórmula de intermediación para las entidades financieras y una nueva fórmula de desintermediación para las no financieras.

La puesta en contacto del mercado crediticio con los mercados de capitales hace que se tienda a una mejor asignación de los recursos por la voluntad de mercado de la titulización y la transformación de los créditos en activos negociables. En definitiva, si se generan más fondos prestables, a un menor coste y con una menor concentración de riesgos, el sistema financiero es más eficiente en su función básica de canalizar el ahorro hacia los participantes en el mercado que demandan fondos en las mejores condiciones de volumen, vencimiento y coste.

Ya apuntamos en las consecuencias para el inversor, la posibilidad que el rating exigido a los bonos de titulización generalice la calificación para el resto de emisiones.

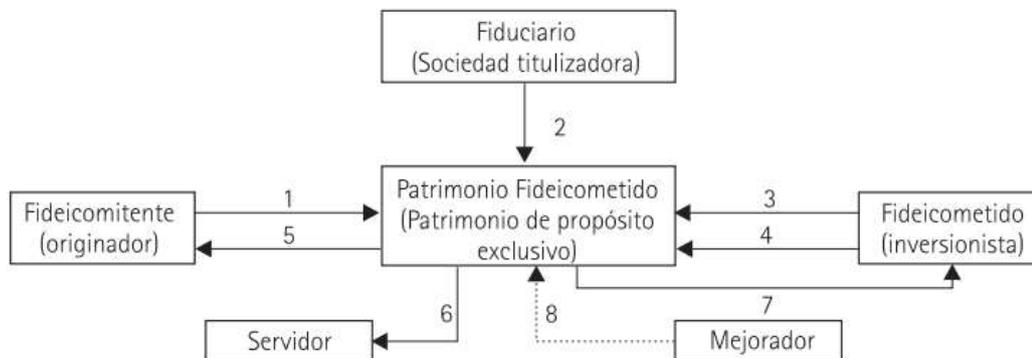
Entre los posibles problemas comentaremos que la complejidad del proceso puede llevar a incrementar los costes de protección de los inversores; y también la posibilidad de que las entidades de crédito tiendan a titularizar sus mejores activos, los más solventes, ante la necesidad de liberar recursos propios, y ello se tradujera en un deterioro del balance del sistema bancario en su conjunto. (Brosnan, 2004).

Los investigadores Jesús Tong y Enrique Díaz en su libro Titulización de Activos en el Perú, en su primera edición publicada en Agosto 2003, discuten sobre la conceptualización de titulización de activos, donde indican que la Ley de Mercado de Valores define a la titulización como “el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio” que comprende “la transferencia” de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores”. Por otro lado, la misma ley señala que, para los procesos de titulización, se entenderá por activos a “los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos” (Art 291 y 292 de la Ley del Mercado de Valores -Texto Único Ordenado D.S. 093-2002-EF-). Ahora bien, para la

constitución de patrimonios de propósito exclusivo, en el Perú existen dos posibilidades: el fideicomiso de titulización y las sociedades de propósito especial.

Por el fideicomiso de titulización una persona jurídica que busca liquidez, a la que se denomina “fideicomitente” u “originador”, transferirá parte de sus activos a una fiduciaria (sociedad titulizadora) que creará un patrimonio autónomo (patrimonio fideicometido). Contra este patrimonio se emitirán valores y él mismo servirá de respaldo al pago de los derechos que tienen los fideicomisarios (inversionistas) que adquirieron estos valores. Por tanto, el esquema básico es el que se puede apreciar en la siguiente ilustración.

Figura 4 Patrimonio fideicometido esquema básico

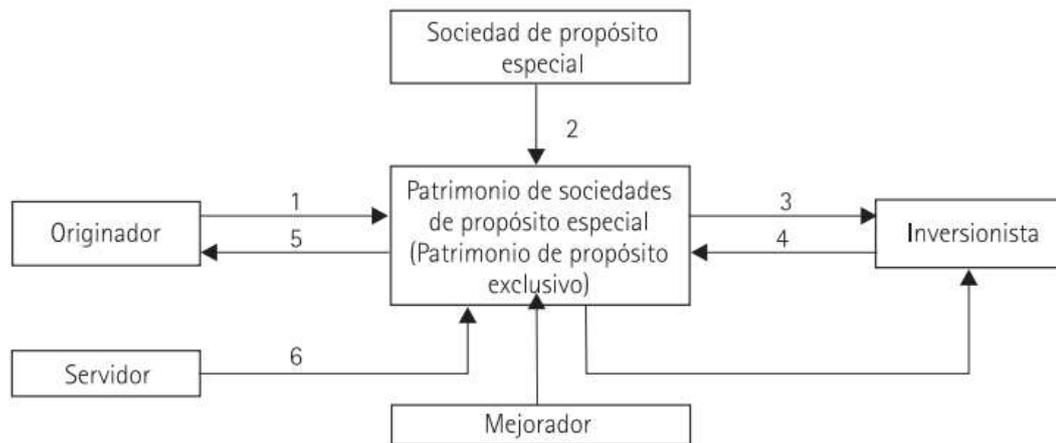


El fideicomitente (originador) transferirá parte de sus activos a fin de constituir un patrimonio en fideicomiso (flecha 1) que estará sujeto al dominio del fiduciario (flecha 2). Contra este patrimonio se emitirán valores que se entregarán a los fideicomisarios (flecha 3), quienes entregarán dinero en efectivo (flecha 4) y estese dará al fideicomitente (flecha 5), habiéndose pagado con anticipación los honorarios del fiduciario. Luego, el servidor “quien ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes” (Art. 292 de la Ley de Mercado de Valores) del patrimonio en fideicomiso, transferirá el dinero cobrado al patrimonio fideicometido (flecha 6) y con él se pagará a los fideicomisarios (inversionistas), según los términos en virtud a los cuales se emitieron los valores (flecha 7). Estos pagos dan una seguridad a los inversionistas, pues, en el supuesto de incumplimiento de uno de éstos, podrán pedir el pago del saldo total que se les adeuda. Por último, podrá existir un mejorador (flecha 8) con el fin de otorgar garantías adicionales que hagan más segura la inversión.

En la segunda de las modalidades de conformación de patrimonios de propósito exclusivo, las sociedades de propósito especial, la figura es similar a la del fideicomiso de titulización, con la diferencia de que el patrimonio de estas sociedades está conformado esencialmente por activos crediticios. Su objeto social se limita a la adquisición de los

mismos y a la emisión y pago de los valores mobiliarios respaldados por estos activos crediticios. El proceso de titulización se muestra en la figura 1.2.

Figura 5 Proceso de titulización



Ahora bien, en cualquiera de las dos modalidades de constitución de un patrimonio de propósito exclusivo puede existir un mejorador, quien otorgará garantías para el pago de valores emitidos, las mismas que serán adicionales al patrimonio de propósito exclusivo, sin perjuicio de las garantías que pueda otorgar el originador. Además, es necesario precisar que toda titulización tiene como requisito el que dos empresas clasificadoras de riesgo evalúen el proceso y emitan una clasificación del riesgo del bono de titulización por emitir en función al riesgo de la operación.

Aspectos Tributarios:

Desde el punto de vista de los inversionistas, tanto los intereses que obtenga quien ha recibido bonos provenientes de un proceso de titulización de activos, como las ganancias de capital provenientes de la redención o rescate de valores mobiliarios, se encuentran exonerados del Impuesto a la Renta. Respecto al Impuesto General a las Ventas (IGV) y al Impuesto de Promoción Municipal (IPM), los intereses que se generen por estos bonos están exonerados. Desde la posición del fideicomitente u originador y del patrimonio fideicometido, debemos considerar los efectos tributarios en el ámbito del IGV y del Impuesto a la Renta. La transferencia de bienes o derechos que el originador efectúe a favor del fiduciario para la constitución del patrimonio fideicometido no está afectada al IGV e IPM, al igual que la devolución o transferencia que realice el fiduciario a la empresa

fideicomitente una vez finalizado el fideicomiso. Tampoco están afectas al Impuesto a la Renta los resultados de ambas transferencias (para la constitución del patrimonio y para la extinción del mismo), conforme a la modificación de la Ley de Impuesto a la Renta, introducida por la Ley 278047

El proceso de titulación en Perú:

El mercado peruano de valores ha experimentado un crecimiento importante desde inicios de la década pasada debido, entre otras razones, a las reformas económicas que vivió nuestro país. Sin embargo, a pesar de que el monto negociado en el mercado primario de valores ha sufrido un aumento sustancial, es aún reducido en comparación con lo negociado en otros países de la región. El monto negociado en el mercado primario se ha incrementado considerablemente entre 1993 y el 2000, pero aún representa solo el 2,2% del PBI, porcentaje reducido en comparación con otros países de la región.

La titulación de activos se regula en el Perú en octubre de 1996 con el Decreto Legislativo 861. La primera operación se realiza en julio de 1998 por un monto de US\$ 20.000.000 siendo el originador Ferreyros S.A.A. y los activos titulizados cuentas por cobrar. Creditítulos ha titulado Edificios San Isidro y los flujos futuros por alquiler que ellos generen. Por último, Quimpac S.A., Tiendas E. Wong S.A. e Hipermercados Metro S.A. y Alicorp S.A.A. han titulado flujos futuros.

Conviene recordar que una empresa puede acceder al mercado de valores emitiendo valores representativos de deuda (bonos de arrendamiento financiero, de titulación, instrumentos de corto plazo, etc.) y de capital (acciones). En este último caso, los inversionistas exigirán un mayor rendimiento toda vez que asuma un riesgo mayor, pues, ante un problema de insolvencia que tenga la empresa serán los últimos en cobrar.

II.3 Definición de términos

II.3.1 Agentes participantes en el proceso de titulación: Casavilca menciona que Los agentes que intervienen en el proceso son: la entidad propietaria de los activos, las entidades que proporcionan los mecanismos de calidad crediticia con el fin de que las agencias de calificación les otorguen un mayor rating-, y una entidad gestora. (Casavilca, 2014).

Las partes que normalmente intervienen en un proceso de titularización son: el originador, que es el titular de los activos y además tiene capacidad para transferirlos; el emisor, entidad que emite los títulos valores que son colocados en

los mercados de capitales y que obtiene los recursos provenientes de la emisión; el servidor, entidad encargada de administrar los activos objeto de la titulización y recaudar los flujos provenientes de los activos, siendo importante mencionar que el servidor puede ser el mismo originador; el clasificador de riesgo, que tiene como función ofrecerle al mercado una calificación sobre el índice de riesgo de los valores que se emiten; los inversionistas, que son las personas naturales o jurídicas que colocan sus recursos en los valores emitidos; el estructurador, asesor externo que brinda sus servicios para el diseño estratégico del proceso desde el punto de vista financiero y legal; el colocador, que puede ser también underwriter, es el agente legalmente autorizado para vender los títulos a los inversionistas; y el fideicomisario, que es generalmente el representante de los tenedores de los valores emitidos. (Alcazar, 2003).

II.3.2 Crecimiento de la educación privada: La educación escolar en el Perú es probablemente el mayor reto pendiente para nuestro desarrollo a largo plazo. De esto se habla hace más de dos décadas, pero los avances para poner al día a nuestros niños dejan aún mucho que desear. El presupuesto público de educación ha subido de manera importante con el crecimiento de la economía, pero en términos de su peso con respecto al PBI todavía está en 3.5% (la meta es 6%). Sin embargo, durante los últimos 15 años, la educación privada ha tenido un crecimiento mucho mayor, representando otro 3% del PBI. Lamentablemente, la disposición del Gobierno por integrar el esfuerzo con el sector privado es muy débil. Las autoridades públicas no destacan la presencia del sector privado en la educación, más que para repetir una y otra vez que también es de mala calidad. No se ve al Gobierno haciendo suyos los desarrollos más exitosos del esfuerzo privado, ni promoviendo más emprendimientos privados ni Asociaciones Público Privadas (APP) que podrían inyectar mayor vitalidad al sector. (Lampadia, 2015).

El Perú ha mantenido desde hace una década un crecimiento económico sostenido, cuya principal fortaleza es poder mostrar una solidez en el mercado interno, que ha permitido el desarrollo de empresas e instituciones. Uno de los sectores que particularmente se ha visto beneficiado es el de la educación privada tanto en el nivel superior como en la educación básica. Este hecho se ve reflejado en que la demanda supera la oferta educativa, lo que permite, a su vez, el crecimiento de esta educación que, según Semana Económica, representa más del 40% de la educación básica en Lima. Incluso, hay varios donde la educación privada supera a la educación pública en número de alumnos e instituciones.

En cuanto al costo de pensiones comparado con el de hace una década, ha subido en promedio 60%, e, incluso, un grupo importante ha subido más del 100%, sobre todo en distritos emergentes donde las pensiones eran bajas y los colegios que se han diferenciado han podido hacer este incremento. (Zaragoza, Educación al Futuro, 2012)

II.3.3 Fideicomiso: Según la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros – SBS 2009, es una relación jurídica por la cual un fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominado fiduciario, para la construcción de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto al cumplimiento de un fin específico a favor del fideicomitente o de un tercero denominado fideicomisario.

La ley argentina 24.441, art. 1 dice: "habrá fideicomiso cuando una persona transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra, quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato, y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario".

Miguel Ángel Mosqueira define al fideicomiso "como el negocio jurídico en virtud del cual una persona llamada "fiduciante" transfiere a título de confianza, a otra persona denominada "fiduciario", uno o más bienes (que pasan a formar el patrimonio fideicometidos) para que al vencimiento de un plazo o al cumplimiento de una condición, ésta transmita la finalidad o el resultado establecido por el primero, a su favor a favor de un tercero llamado "beneficiario o fideicomisario". (Mosqueira, 2009).

II.3.4 Flujos futuros de dinero: El valor del dinero en el tiempo es un concepto basado en la premisa de que un inversor prefiere recibir un pago de una suma fija de dinero hoy, en lugar de recibir el mismo a una fecha futura que quedare igual si no se tocara o lo usara. (Casavilca, 2014).

En particular, si se recibe hoy una suma de dinero, se puede obtener interés sobre ese dinero. Adicionalmente, debido al efecto de inflación, en el futuro esa misma suma de dinero perderá poder de compra.

Todas las fórmulas relacionadas con este concepto están basadas en la misma fórmula básica, el valor presente de una suma futura de dinero, descontada al presente.

Algunos de los cálculos comunes basados en el valor tiempo del dinero son:

- ✓ Valor presente (PV) de una suma de dinero que será recibida en el futuro.
- ✓ Valor presente de una anualidad (PVA) es el valor presente de un flujo de pagos futuros iguales, como los pagos que se hacen sobre una hipoteca.
- ✓ Valor presente de una perpetuidad es el valor de un flujo de pagos perpetuos, o que se estima no serán interrumpidos ni modificados nunca.
- ✓ Valor futuro (FV) de un monto invertido (por ejemplo, en una cuenta de depósito) a una cierta tasa de interés.
- ✓ Valor futuro de una anualidad (FVA) es el valor futuro de un flujo de pagos (anualidades), donde se asume que los pagos se reinvierten a una determinada tasa de interés.

II.3.5 Liquidez: CaixaBank, en su espacio El Aula del Accionista, conceptúa a la liquidez: "cuando un activo financiero ofrece la posibilidad inmediata de ser transformado en dinero, tiene mucha liquidez. En el sector financiero, los activos con mayor liquidez son, entre otros, los depósitos. Para cualquier entidad, es básico mantener un buen grado de liquidez para poder atenderlas peticiones de reembolso de sus productos. La liquidez es la cualidad de un activo, por la cual es posible su transformación inmediata en dinero en efectivo, esto es, en dinero líquido. Las monedas y billetes gozan de una liquidez absoluta. Pero, por ejemplo, desde un punto de vista bancario, los activos que gozan de una mayor liquidez son los depósitos (cuentas de ahorro, a la vista, depósitos a plazo, etc.).

Para el sector financiero, es fundamental mantener un buen grado de liquidez porque cuando una entidad no puede atender las peticiones de reembolso de sus clientes, porque no tiene reservas líquidas suficientes para ello, existe la posibilidad de contagio del riesgo de impago entre las instituciones financieras y para todo el sistema. Se suele utilizar el ratio que relaciona los depósitos que ha obtenido (dinero de los clientes) con los préstamos concedidos para analizar el grado de liquidez con el que cuenta una entidad. (CaixaBank, 2004).

David Wong, de la Universidad del Pacífico, la define así: si tuviese la oportunidad de invertir en un proyecto muy seguro y rentable, aunque con una alta probabilidad

de que el mismo no pueda afrontar sus obligaciones a corto plazo, ¿invertiría en el proyecto? Probablemente no; o recurriría al mercado de capitales en búsqueda de financiamiento para afrontar el problema. Pero cabe mencionar que en el Perú las fuentes de financiamiento son escasas. Mientras el mercado de capitales no esté desarrollado, la liquidez será el criterio prioritario en las finanzas, inclusive con mayor peso que el riesgo y la rentabilidad. Un ejemplo claro de esta situación son los inversionistas en la Bolsa de Valores de Lima. Muchos invierten sólo en acciones muy líquidas y desdeñan otras que, aunque son seguras y rentables, no pueden ser transadas fácilmente.

La capacidad de pago a corto plazo no debe entenderse como un concepto absoluto, no existen los términos de activo líquido o ilíquido. El verdadero concepto más bien tiene que ver con una cuestión de grado. Por ejemplo, las cuentas por cobrar son activos más líquidos que los inventarios, pero menos líquidos que la caja. (Wong, 1996).

Pedro Rubio Domínguez define a la liquidez como "el grado en que una empresa puede hacer frente a sus obligaciones corrientes es la medida de su liquidez a corto plazo. La liquidez implica, por tanto, la capacidad puntual de convertir los activos en líquidos o de obtener disponible para hacer frente a los vencimientos a corto plazo."

Algunos autores se refieren a este concepto de liquidez con el término de solvencia, definiéndola como la capacidad que posee una empresa para hacer frente a sus compromisos de pago. Podemos definir varios grados de solvencia. El primer lugar tenemos la solvencia final, expresada como la diferencia existente entre el activo total y el pasivo exigible. Recibe este nombre de solvencia final porque se sitúa en una perspectiva que podemos considerar "última": la posible liquidación de una empresa. Con esta solvencia final medimos si el valor de los bienes de activo respalda la totalidad de las deudas contraídas por la empresa. Recordemos que esta medida es la que suele figurar en las notas o resúmenes sobre suspensiones de pagos. En la práctica corriente suele utilizarse más el concepto de solvencia corriente, término equiparable al de liquidez a corto plazo.

De igual forma, debemos hablar de la existencia de diferentes niveles de liquidez. Una falta de liquidez puede significar que la empresa sea incapaz de aprovechar unos descuentos favorables u otras oportunidades rentables. También puede suponer un freno notable a la capacidad de expansión. Es decir, la falta de liquidez a este nivel implica una menor libertad de elección y, por tanto, un freno a la capacidad de maniobra.

Una falta de liquidez más grave significa que la empresa es incapaz de hacer frente a sus compromisos de pago actuales. Esto puede conducir a una disminución del nivel de operaciones, a la venta forzada de bienes de activo o, en último término, a la suspensión de pagos o a la quiebra.

Por lo tanto, para los propietarios de la empresa, la falta de liquidez puede suponer:

- Una disminución de la rentabilidad.
- La imposibilidad de aprovechar oportunidades interesantes (expansión, compras de oportunidad, etc.)
- Pérdida de control de la empresa.
- Pérdida total o parcial del capital invertido. Como es lógico, los acreedores de la empresa también se verán afectados por la falta de liquidez:
- Atrasos en el cobro de intereses y principal de sus créditos.
- Pérdida total o parcial de las cantidades prestadas.

Las importantes implicaciones de todas estas consecuencias justifican la gran relevancia que se da a las medidas de la liquidez a corto plazo. (Rubio Dominguez, 2007).

II.3.6 Sociedad titulizadora: Sociedad anónima cuyo objeto exclusivo es desempeñarse como administrador-fiduciario en los procesos de titulización y, por ende, dedicarse a la adquisición de activos para constituir y administrar patrimonios autónomos (fideicometidos) que respalden la emisión de valores mobiliarios. En tal sentido, la sociedad titulizadora puede tener bajo su dominio y administración a uno o más patrimonios fideicometidos (patrimonios autónomos).

Asimismo, pueden ejercer funciones de fiduciario en fideicomiso de titulización las sociedades extranjeras que constituyan sucursales en el país con el objeto exclusivo de realizar las actividades inherentes a una sociedad titulizadora.

Se ha establecido que el capital mínimo de una sociedad titulizadora debe ser de 750 mil soles, el mismo que será incrementado en razón de 0,5% del valor total de los activos de los patrimonios fideicometidos sujetos a su dominio fiduciario, además de mantener un ratio no menor del 50% de sus pasivos y del doble de las garantías otorgadas. Este capital mínimo se actualiza anualmente en función al Índice de Precios al por Mayor a nivel nacional que publica el Instituto Nacional de Estadística e Informática. (Alcazar, 2003).

II.3.7 Titulización de activos: Ross, Westerfield y Jaffe definieron en su libro "Finanzas Corporativas" (2005) a la titulización de activos como un mecanismo alternativo de financiamiento que consiste en transformar activos ilíquidos o de lenta rotación en valores mobiliarios que son colocados en los mercados de capitales. Además, permite tener dinero en efectivo, posibilitando a las empresas contar con los recursos de inversión necesarios para cumplir con sus objetivos inmediatos. (Ross, Westerfield, & Jaffe, 2005).

Según el Argentino Silvio Lisoprawski (1995), la titulización consiste en mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones que son colocadas entre inversores, convirtiéndose así en una fuente alternativa de financiamiento que permite la movilización de activos de los balances. (Kiper & Lisoprawski, 2012).

Para Cheneaux y Palma, la titulización es "el proceso que permite, al transferir activos "ilíquidos" y flujos futuros homogéneos a un patrimonio autónomo, emitir valores mobiliarios negociables para luego ser colocados mediante oferta pública o privada en el Mercado de Valores y ser adquiridos por terceros inversionistas. Convirtiéndose así en una fuente de financiamiento directa para las empresas nacionales." (Cheneaux & Palma, 2015).

III. HIPOTESIS

III.1 Declaración de hipótesis

- La titulación de los flujos futuros influyó significativa y positivamente en el crecimiento del colegio peruano en estudio, 2019.

III.2 Operacionalización de variables

III.2.1 Variable dependiente:

- Crecimiento del colegio en el Perú.

III.2.2 Variable independiente:

- Titulación de flujos futuros.

III.2.3 Matriz de operacionalización de variables:

	VARIABLE	DEFINICION CONCEPTUAL	DEFINICION OPERACIONAL	DIMENSIONES	SUB DIMENSIONES	INDICADOR
DEPENDIENTE	Crecimiento del colegio en el Perú	Según el Ministerio de Educación, la Educación Básica Regular (EBR) donde opera el colegio Innova Schools, creció de un período a otro un 16% con relación al alumnado y un 10% respecto a la cantidad de colegios, demostrando el crecimiento de la Educación en el Perú. (Ministerio de Educación, 2020)	La web especializada en educación, www.educacionalfuturo.com, menciona la medición del crecimiento de una institución educativa por el número de alumnos inscritos e instituciones anexas y en ampliación o construcción. Además, con el costo de la matrícula (pensiones) y los resultados financieros de cada período analizados con los ratios financieros. (Educación al futuro, 2011).	CAPITAL HUMANO	ALUMNADO	Cantidad de alumnos inscritos por año.
					TRABAJADORES	Cantidad de trabajadores (docentes y personal administrativo).
				RATIOS FINANCIEROS	LIQUIDEZ	Solvencia financiera a corto plazo.
					EBITDA	Eficiencia de los ingresos.
					APALANCAMIENTO	Capacidad de financiamiento frente a terceros.
				RESULTADOS	FINANCIERO	Antes de impuestos y participaciones.
NETO	Después de impuestos, antes de participaciones.					
INDEPENDIENTE	Titulación de flujos futuros	"Es una alternativa de financiamiento que permite a las empresas convertir los flujos futuros de sus activos de poca liquidez o de lenta rotación, los cuales podrán ser adquiridos por inversionistas mediante oferta pública o privada con la garantía que ofrecen los activos subyacentes y el flujo de fondos asociado." (Enfoque Derecho, 2019)	"La titulación lleva a cabo la movilización de activos que consiste en el agrupamiento de bienes presentes o futuros generadores de flujos, separados patrimonialmente y vinculados a un propósito especial; a partir del cual se emiten y colocan títulos, y cuyo flujo de caja constituirá la fuente de pago." (Chía & Meneses, 2014)	FLUJOS FUTUROS	PENSIONES	Importe de mensualidad por derecho de estudios.
				INFRAESTRUCTURA	CONSTRUCCIONES	Cantidad de colegios en construcción.
					AMPLIACIONES	Cantidad de ambientes existentes en los colegios.
				COLEGIOS	Cantidad de locales a nivel nacional.	

III.3 Propuesta:

El consorcio educativo pertenece un conglomerado empresarial muy importante, que cuentan con una empresa especializada en inversiones y financiamientos por emisión de bonos. Sería conveniente que dicha empresa realice diversas propuestas a los directivos de la institución educativa cada cierto período de tiempo para que puedan elegir la mejor y más conveniente opción de financiamiento, explicando tasas, intereses, tiempos, reducción de gastos, etc. De esta manera, se inclinará más por este tipo de financiamiento dejando de lado la opción bancaria, a pesar de que el grupo empresarial cuenta también con entidades financieras.

Así mismo, la propuesta para entidades y consorcios educativos es que todo financiamiento se realice mediante la titulización de flujos futuros de dinero; dejar la tradicional forma de financiamiento mediante entidades bancarias y recurrir al mercado financiero. Es más ventajoso para el que realiza la titulización y el comprador. De esta manera se ahorran en intereses, se puede financiar importes altos y los plazos para pagos son más largos.

Es importante recordar que una de las principales ventajas de la titulización de flujos futuros es a obtención de liquidez inmediata, incluso con montos muy superiores a los que una entidad bancaria podría proporcionar; además, las tasas de interés son más razonables y menores que las de un préstamo convencional. Es por ello que la propuesta para la entidad educativa en estudio es la de optar por este instrumento financiero que, siendo la mejor alternativa de financiamiento en cuanto a riesgo, importe, plazo e interés, también ayudará a que la economía peruana siga creciendo, el mercado de valores sea más dinámico e incentivará a otras entidades a inclinarse por este instrumento financiero.

A continuación, se presenta el estado de flujo de efectivo del período 2019 del colegio peruano en estudio:

Figura 6 Estado de flujo efectivo del periodo 2019

ESTADO DE FLUJO DE EFECTIVO	
S/ (000)	
Actividades de Operación	
Cobranza de pensiones	257,364
Pago a proveedores	-26,680
Pagos de remuneraciones y beneficios sociales	-134,669
Pago de tributos	-278
Pago de intereses	-37,042
Pago de impuesto a la renta	-939
Otros cobros de operación	5,838
Otros pagos de operación	-18,281
Efectivo proveniente de actividades de operación	45,313
Actividades de Inversión	
Adquisición de inmuebles, mobiliario, maquinaria y equipo	-140,898
Adquisición de intangibles	-6,491
Venta de inmueble, mobiliario y equipo	0
Efectivo utilizado en actividades de inversión	-147,389
Actividades de financiamiento	
Préstamos obtenidos	234,300
Amortización de prestamos	-348,567
Emisión de bono	230,000
Amortización de bonos	-2,054
Amortización de leasing	-4,464
Amortización de pasivo financiero por arrendamiento	-16,312
Fondos restringidos	-10,154
Aporte de capital	0
Efectivo proveniente de actividades de financiamiento	82,749
Disminución de efectivo y equivalentes de efectivo	-19,327
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	23,356
Efectivo al final del periodo	4,029

Enfocándonos en el apartado de Actividades de Financiamiento, podemos observar que existen préstamos por S/ 234,300, que son préstamos obtenidos de manera tradicional en entidades bancarias. Se han emitido bonos por S/ 230,000. Así mismo, se realizaron amortizaciones por los préstamos bancarios por S/ 348,567, compuestos por S/ 8,100 de préstamos bancarios, S/

229,500 por préstamos a corto plazo y S/ 110,967 por pagos anticipados de préstamos bancarios; mientras que se amortizaron intereses de bonos por S/ 2,054.

Es indudable que la titulización de flujos futuros ayuda exponencialmente al flujo de efectivo, por ende, a la liquidez de la empresa. De no emitir esos bonos, la empresa tendría un déficit significativo en el presente año.

Además, la amortización por intereses de bonos emitidos, es muy inferior a la amortización efectuada por los préstamos realizados de manera tradicional.

Se presentan los préstamos bancarios obtenidos y la emisión de bono titulizados de la Institución educativa en mención:

Figura 7 Préstamos bancarios obtenidos y la emisión de bono titulizados

Acreeedor	Tasa de Interés Anual (%)	Pago de interés	Vencimiento	Valor
Bonos titulizados				
Oferta pública	5.97	Semestral	Setiembre 2034	S/230,000,000
Préstamos bancarios				
Interfondos SAF SA	6.43	Al vencimiento	Junio 2019	S/80,000,000
Banco Internacional del Perú	10.50	Semestral	Noviembre 2031	S/50,000,000
Banco Interamericano de Desarrollo	8.65	Semestral	Noviembre 2024	S/44,978,000
Banco Internacional del Perú	Libor 6M - 6.10	Semestral	Enero 2023	\$10,000,000

Fuente: Nota a los EEFF N°14 (a)

Del cuadro anterior, resaltan dos puntos importantes: la tasa de interés anual y el valor del financiamiento:

- Tasa de interés anual: se puede observar que la oferta pública de bonos titulizados tiene una tasa de interés anual de 5.97%, no alcanza si quiera a los 6 puntos porcentuales; mientras que los préstamos bancarios, van desde los 6.43% (que es una tasa especial por ser empresa relacionada), hasta los 10.50% que es la tasa estándar de un banco en el mercado tradicional. Es claro que el pago de interés será mucho menor, por ende, afectará de manera positiva al flujo de caja y efectivo, en este caso, semestral de la institución.
- Valor del financiamiento: el otro punto relevante en el cuadro de financiamiento, es el valor. Es mucho más complicado que una entidad financiera o bancaria pueda otorgar una línea de financiamiento muy amplia; mientras que, en el mercado de

capitales, la oferta pública puede ascender a importe elevados; en el caso de análisis es por S/ 230 millones de soles.

La oferta pública de bonos titulizados es la propuesta más conveniente y ventajosa para un óptimo financiamiento para todas las empresas que busquen optimizar sus recursos financieros.

IV. DESCRIPCIÓN DE MÉTODOS Y ANÁLISIS

IV.1 Diseño metodológico

IV.1.1 Tipo de Investigación:

Para Murillo, la investigación aplicada recibe el nombre de “investigación práctica o empírica”, que se caracteriza porque busca la aplicación o utilización de los conocimientos adquiridos, a la vez que se adquieren otros, después de implementar y sistematizar la práctica basada en investigación. El uso del conocimiento y los resultados de investigación que da como resultado una forma rigurosa, organizada y sistemática de conocer la realidad. (Murillo Hernandez, 2008)

IV.1.2 Nivel de Investigación:

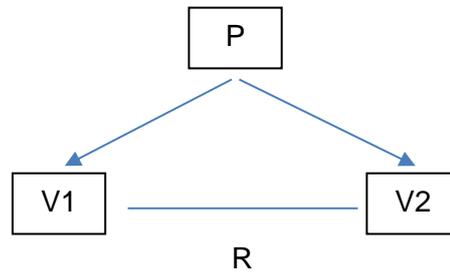
Según Fidias, “la investigación exploratoria es aquella que se efectúa sobre un tema u objetivo desconocido o poco estudiado, por lo que sus resultados constituyen una visión aproximada de dicho objetivo, es decir un nivel superficial de conocimiento”. Por lo tanto, el estudio de investigación inicia como exploratorio, debido a que es un tema poco abordado y estudiado en nuestro país; así mismo, se busca especificar características y rasgos relevantes del proceso estudiado, por ello termina siendo un nivel de investigación descriptivo. (Arias-Odón, 2012)

IV.1.3 Método de Investigación:

Según Hernández et al, la investigación es descriptiva porque busca especificar las propiedades importantes de personas, grupos, comunidades o cualquier fenómeno que sea sometido a análisis. En este estudio de investigación se utilizará el método descriptivo y de análisis, donde se procede a desmenuzar la información para un mejor estudio. (Hernandez Sampieri, Fernandez Collado, & Baptista Lucio, 2014)

IV.1.4 Diseño de Investigación:

Se tomará la muestra mediante el siguiente esquema:



Fuente: *Elaboración Propia*

En donde:

P: Muestra seleccionada

V1: Titulización de flujos futuros

V2: Crecimiento de la institución educativa

R: Relación

IV.2 Población y muestra:

IV.2.1 Población:

La población para el presente estudio está conformada por los responsables de los departamentos financieros de las 54 sedes institucionales del colegio.

IV.2.2 Muestra:

Para determinar una muestra óptima, se utilizó el muestreo aleatorio simple:

$$n = \frac{Z^2 p q N}{e^2 (N-1) + Z^2 p q}$$

Donde:

Z : valor para una confianza del 95% de probabilidad

- p : proporción de responsables financieros que conocen sobre la titulación de flujos futuros y su influencia en el crecimiento de la institución.
- q : proporción de responsables financieros que no conocen sobre la titulación de flujos futuros y su influencia en el crecimiento de la institución.
- e : margen de error
- N : población
- n : muestra óptima

$$n = \frac{(1.96)^2 (0.5) (0.5) (54)}{(0.05)^2 (54-1) + (1.96)^2 (0.5) (0.5)}$$

$$n = 48$$

IV.2.3 Técnicas de recolección de datos

Las principales técnicas que se utilizaron en el presente trabajo de investigación fue la técnica retrospectiva de la documentación y la encuesta; se revisaron memorias anuales, estados financieros auditados, información financiera autorizada, etc. y se aplicó una encuesta de 8 preguntas cerradas, respectivamente.

IV.2.4 Técnicas para el procesamiento de la información

La tabulación de la información de los datos obtenidos se realizó mediante tablas mediante el uso de Microsoft Excel.

Figura 8 Técnicas para el procesamiento de la información



Se siguieron los siguientes modelos de procesamiento de la información:

Tabla 2 Modelos de procesamiento de la información

MODELO	¿Qué?	¿Cómo?
INDUCTIVO BÁSICO	Partiendo de datos y experiencias se llega a formular inferencias, realizando interrelaciones.	<ul style="list-style-type: none"> - Análisis de la información. - Categorización de datos. - Formulación de hipótesis. - Fundamentar la hipótesis. - Verificación de la hipótesis.
FORMACIÓN DE CONCEPTOS	Buscar abordar el concepto tras categorizaciones realizadas para lograr construir una definición personal.	<ul style="list-style-type: none"> - IDEM inductivo básico. - Definición conceptual propia.

FUENTE: Elaboración propia

v. RESULTADOS

V.1 Los resultados obtenidos, permiten confirmar que la titulación influye de manera significativamente positiva en el crecimiento del colegio peruano en estudio.

Tabla3 Variación de indicadores de gestión de los años 2018-2019

N°	INDICADORES		Unidad de Medida	PERIODO	PERIODO	VARIACION	
				2018	2019	N	%
1	FLUJOS FUTUROS			S/	S/	VARIACION	
	1.1	PENSIONES	mll S/	213.9	261.4	47.5	22%
2	CAPITAL HUMANO			Q	Q	VARIACION	
	2.1	ALUMNADO	Q	35,927	41,657	5,730	16%
	2.2	TRABAJADORES		2,933	3,167	234	8%
3	INFRAESTRUCTURA			Q - S/	Q - S/	VARIACION	
	3.1	CONSTRUCCION	Q	5	9	4	80%
	3.2	AMPLIACION		24	29	5	21%
	3.3	TRABAJOS EN CURSO	mll S/	79.4	78.1	-1.3	-2%
4	RATIOS FINANCIEROS			P.P - %	P.P - %	VARIACION	
	4.1	LIQUIDEZ (PRUEBA ACIDA)	%	1.27	1.06	-0.21	-17%
	4.2	EBITDA		25.7%	26.3%	0.6 p.p.	2%
	4.3	APALANCAMIENTO		1.26	1.66	0.4	32%
5	RESULTADOS			S/	S/	VARIACION	
	5.1	RESULTADOS OPERATIVO	mll S/	30.6	48.6	18.0	59%
	5.1	RESULTADOS NETO		-3.0	-6.9	-3.9	130%

La titulación influye de manera positiva en el crecimiento del colegio, con un valor porcentual en la dimensión de flujos futuros de 22% de crecimiento, en la dimensión capital humano de un 12% de crecimiento, en la dimensión infraestructura con un crecimiento del 33% y en la dimensión de ratios financieros con un crecimiento del 6%. Finalmente, en la dimensión de resultados, presenta un crecimiento del 59% respecto a los resultados operativos, y un aumento en la pérdida en los resultados netos considerable de 3.9 millones de soles, dejando constancia de que el mayor impacto de crecimiento está orientado a otros indicadores de gestión de la presente investigación.

V.2 Se muestran los principales indicadores financieros, de gestión y de crecimiento del periodo 2018.

Tabla 4 Resultados del colegio en el año 2018

N°	INDICADORES		Unidad de Medida	PERIODO
				2018
1	FLUJOS FUTUROS			S/
	1.1	PENSIONES	mll S/	213.9
2	CAPITAL HUMANO			Q
	2.1	ALUMNADO	Q	35,927
	2.2	TRABAJADORES		2,933
3	INFRAESTRUCTURA			Q - S/
	3.1	CONSTRUCCION	Q	5
	3.2	AMPLIACION		24
	3.3	TRABAJOS EN CURSO	mll S/	79.4
4	RATIOS FINANCIEROS			P.P - %
	4.1	LIQUIDEZ (PRUEBA ACIDA)	%	1.27
	4.2	EBITDA		25.7%
	4.3	APALANCAMIENTO		1.26
5	RESULTADOS			S/
	5.1	RESULTADOS OPERATIVO	mll S/	30.6
	5.1	RESULTADOS NETO		-3.0

Se puede observar que los flujos de ingresos por pensiones ascienden a más de S/ 213 millones de soles para el año 2018. Importante valor considerando que la institución tiene un crecimiento normal promedio en los últimos años. Se observa también que se está trabajando en 29 nuevos colegios lo que equivale a unos S/ 79.4 millos de soles. Así mismo, tiene una liquidez superior a 1 y un Ebitda de 25.7%, lo que significa que la institución es una empresa estable financieramente. El resultado operativo del periodo es de S/ 30 millones de soles; sin embargo, tiene resultados netos en pérdida

V.3 Se muestran los principales indicadores financieros, de gestión y de crecimiento del periodo 2019.

Tabla5 Resultados del colegio en el año 2019

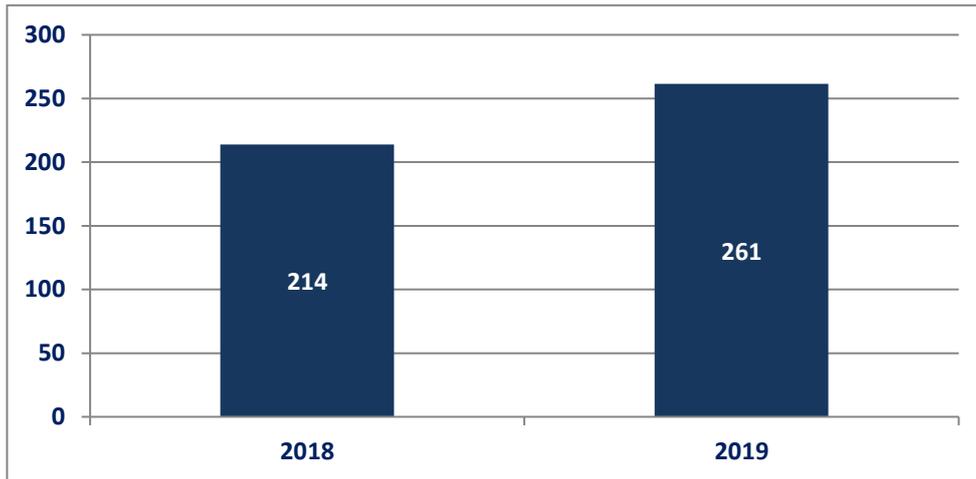
N°	INDICADORES		Unidad de Medida	PERIODO
				2019
1	FLUJOS FUTUROS			S/
	1.1	PENSIONES	mll S/	261.4
2	CAPITAL HUMANO			Q
	2.1	ALUMNADO	Q	41,657
	2.2	TRABAJADORES		3,167
3	INFRAESTRUCTURA			Q - S/
	3.1	CONSTRUCCION	Q	9
	3.2	AMPLIACION		29
	3.3	TRABAJOS EN CURSO	mll S/	78.1
4	RATIOS FINANCIEROS			P.P - %
	4.1	LIQUIDEZ (PRUEBA ACIDA)	%	1.06
	4.2	EBITDA		26.3%
	4.3	APALANCAMIENTO		1.66
5	RESULTADOS			S/
	5.1	RESULTADOS OPERATIVO	mll S/	48.6
	5.1	RESULTADOS NETO		-6.9

Para el año 2019, se observa que el ingreso de pensiones aumenta a más de S/ 261 millones de soles, teniendo casi 42,000 alumnos a nivel nacional en todas las sedes educativas. Se trabaja en 38 nuevos colegios lo que equivale a S/ 78 millones de soles. La ratio de liquidez está por encima de 1 y el Ebitda pasa a superar los 26 puntos porcentuales. El resultado operativo es de 48.6 millones de soles. Además, se observa que nuevamente hay una pérdida en los resultados netos de la institución. En este apartado, es importante resaltar la pérdida que aún mantiene la empresa, debido a que la verdadera magnitud del proceso de titulización, se verá reflejada a largo plazo.

V.4 Análisis del crecimiento del Colegio en los periodos 2018 y 2019.

Dimensión: Flujos Futuros.

Figura 9 Ingresos por pensiones

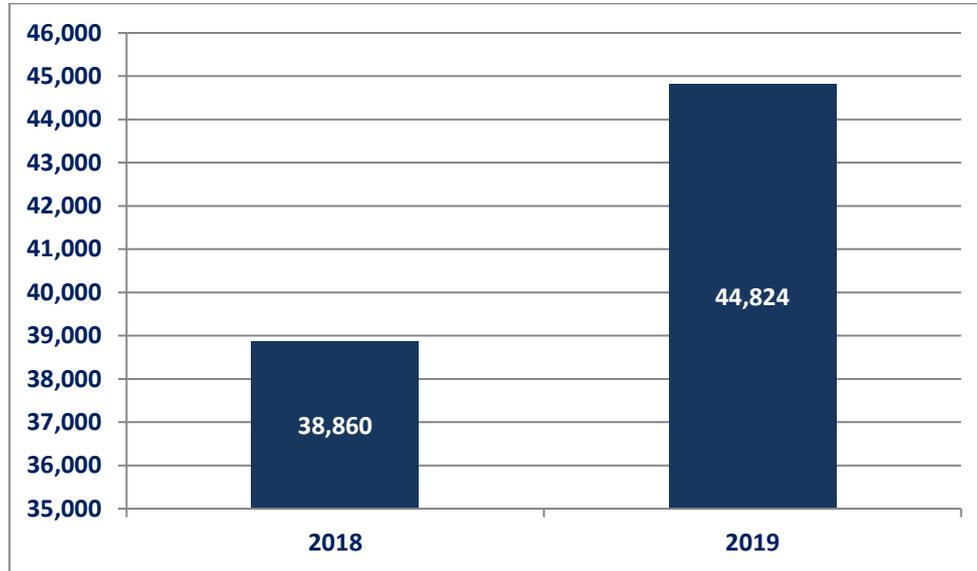


El nivel de ingresos por pensiones aumentó en S/ 47'500,000.00, esto quiere decir que el crecimiento del colegio ha aumentado en un 22%, con relación al período anterior. El aumento de los ingresos es claramente notorio.

Es importante mencionar que la variación del 22% no sólo está dada por el incremento de alumnos matriculados (por ende, su pensión mensual), sino también por la apertura de 5 nuevos colegios, lo que significa el pago de una cuota de ingreso por cada uno de los alumnos.

Dimensión: Capital Humano.

Figura 10 Alumnos y trabajadores



El crecimiento del colegio también se ve reflejado en la cantidad de alumnos, docentes y trabajadores administrativos. Durante el 2019 hubo 5,730 alumnos y 234 trabajadores más que el período pasado, respectivamente. Esto indica que hay un 16% de crecimiento en alumnado y 8% en personal docente.

Dimensión: Infraestructura

Figura 11 Colegios en construcción y ampliación

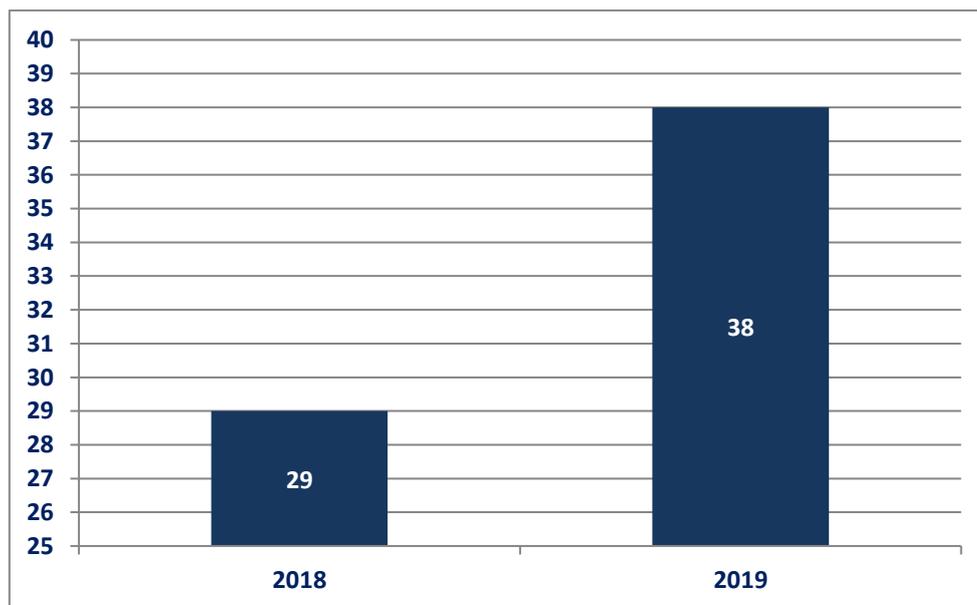
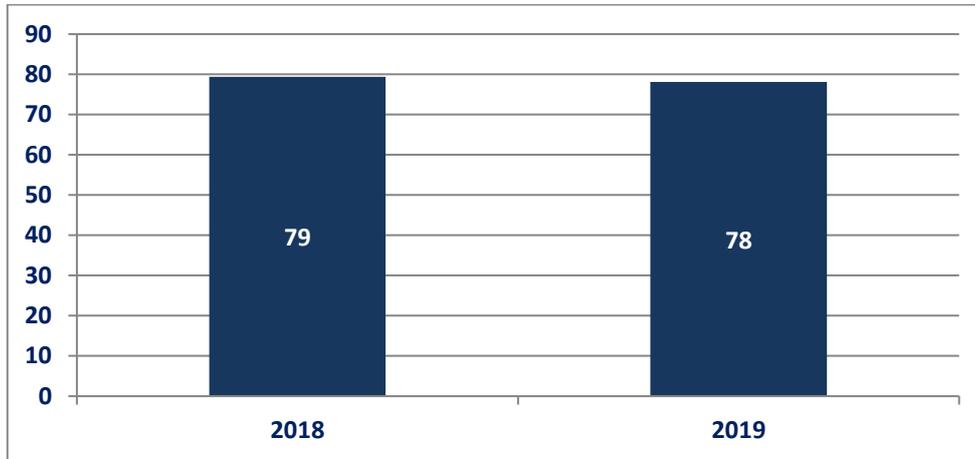


Figura 12 Trabajos en curso



Hay 9 nuevos colegios en construcción, casi el doble que el año pasado, equivalente a un 80%; y, además, hay 5 colegios que se encuentran en ampliación, lo que significa un crecimiento de 21%. Así mismo, los trabajos en curso (ampliaciones, construcciones, remodelaciones, etc.) se reduce en un 2% respecto al año 2018.

Dimensión: Ratios Financieros.

Figura 13 Liquidez

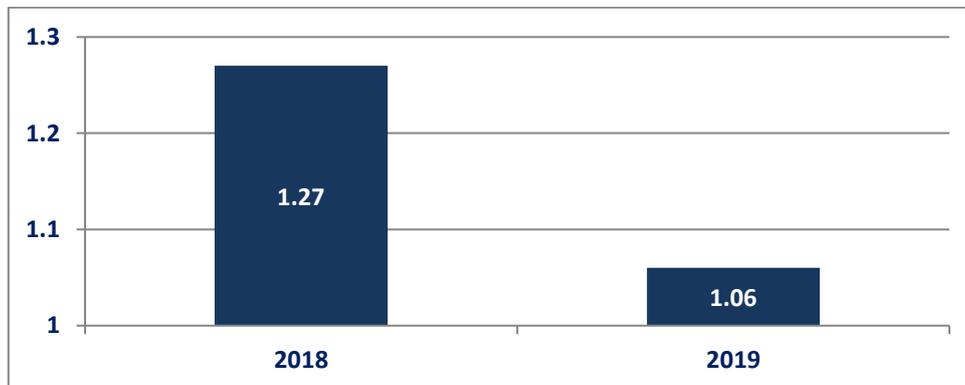


Figura 14 Ebitda

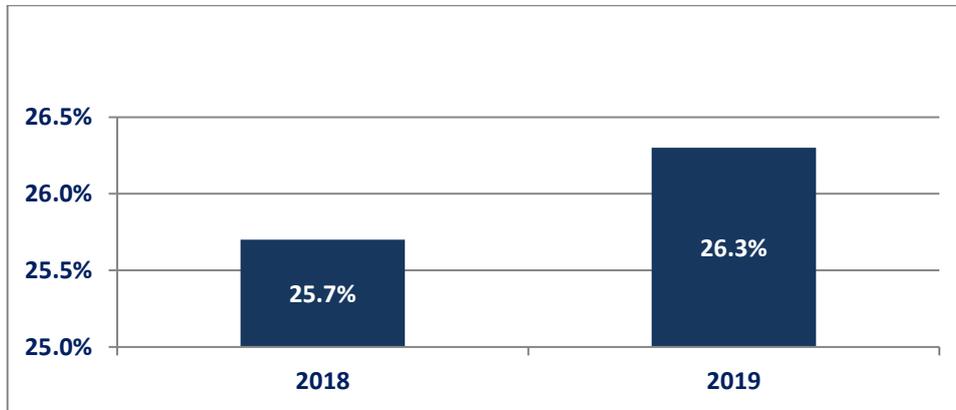
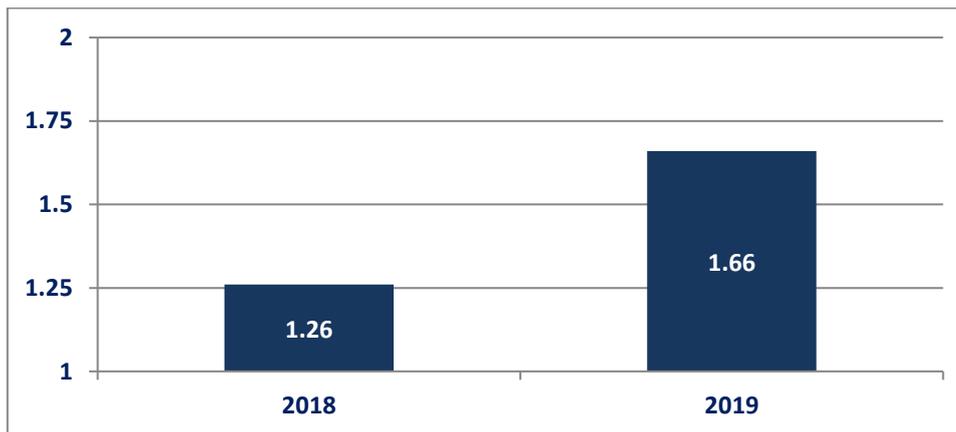


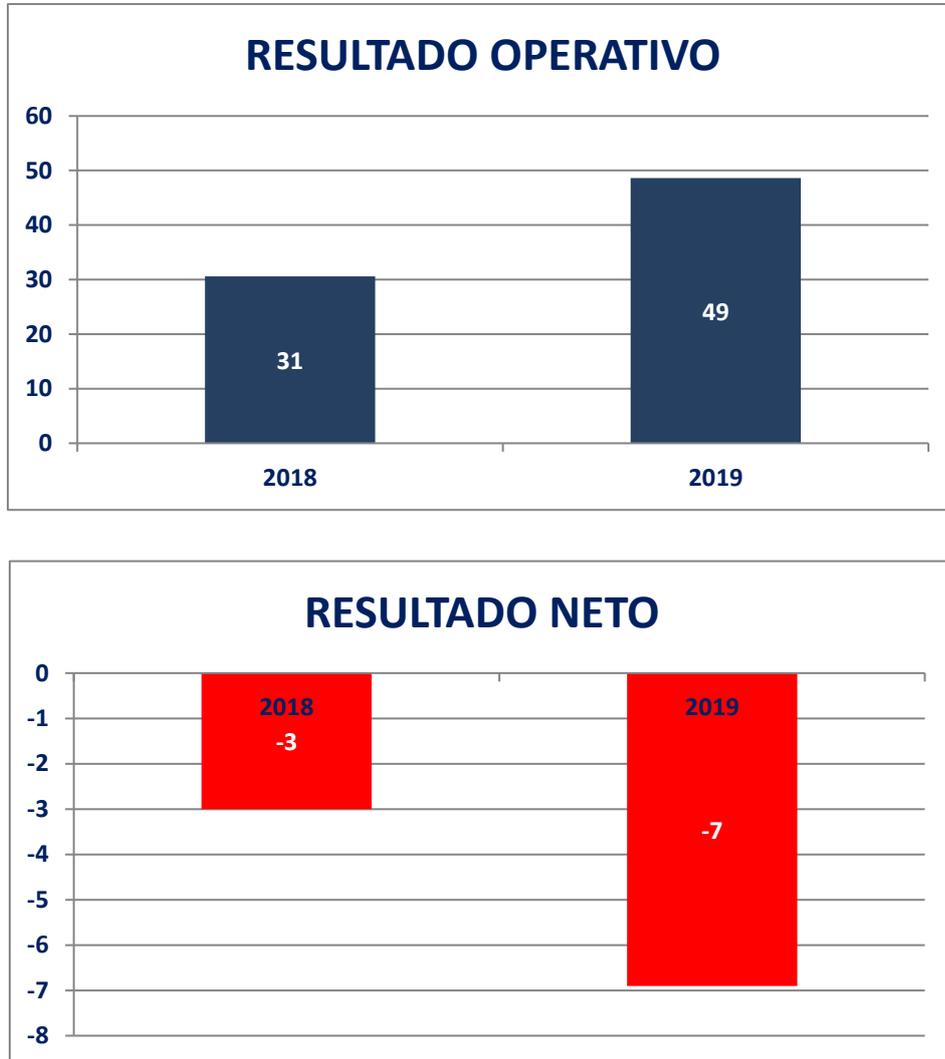
Figura 15 Apalancamiento



El ratio de liquidez se encuentra por encima de 1, siendo un 27% menos que el período anterior. El apalancamiento aumenta en 0.37. Todas estas variaciones en los indicadores financieros se deben a nuevas emisiones de deudas a largo plazo y a las economías de escala. Así mismo, el EBITDA mejora tres puntos porcentuales. Es importante mencionar el motivo de la reducción del indicador de liquidez, durante el período 2019 se realizaron amortizaciones por los préstamos bancarios por S/ 348.5, compuestos por S/ 8.1 de préstamos bancarios, S/ 229.5 por préstamos a corto plazo y S/ 110.9 por pagos anticipados de préstamos bancarios (todo expresado en millones de soles); es importante desembolso de efectivo causó que la liquidez disminuya, sin embargo, se pudo mantener sobre 1 debido a la emisión de bonos realizada durante el presente período. Gracias a este tipo de decisiones estratégicas que manifiesta un óptimo manejo de la gestión financiera, es que el Ebitda supera los 26 puntos porcentuales durante el período 2019.

Dimensión: Resultados

Figura 16 Resultados



Los resultados operativos aumentaron en un 59%; así mismo, los resultados netos arrojaron pérdidas mayores que el período anterior, lo que equivale a un 130%. Lo acontecido se debe a que en el año 2019 los gastos financieros aumentaron, debido a que se pagaron intereses por arrendamiento sobre pasivos financieros, importe que asciende a más de 15 millones de soles; adicionalmente, se realizaron gastos por cancelación anticipada de préstamos bancarios gracias al ingreso por la titulización de flujos futuros, cuyo importe asciende a 3.385 millones de soles. Los casi 20 millones de soles de gastos financieros durante el período 2019, hicieron que la pérdida neta de la empresa del ejercicio en mención se más alto que el resultado del 2018. El mayor impacto del proceso de titulización en el apartado de resultados netos, se verá reflejado a largo plazo.

V.5 Comparación de los tipos de financiamiento a los que puede optar el colegio peruano en estudio:

A continuación, se muestran los principales conceptos para la comparativa realizada en el presente estudio de investigación: titulización (en el mercado de capitales) vs préstamos convencionales o tradicionales (entidades bancarias y financieras).

Se detallan 11 conceptos para la comparación respectiva:

Figura 17 Comparativo de fuentes de financiamiento

CONCEPTOS	TITULIZACION	ENTIDAD FINANCIERA
Alternativa de Inversión	Moderna (Tendencia)	Tradicional (Convencional)
Riesgo	↓	↑
Endeudamiento	Mejores tasas	Tasas de mercado
Tasa de Interés	↓	↑
Importes a financiar	Altos	Regulares
Liquidez de la empresa	Flujos futuros	Endeudamiento
Plazos	Mayores	Regulares
Mercado de Capitales	✔	✘
Economía Peruana	Dinámico	Pasivo
Beneficiado	Inversionista	Banco
Rentabilidad		

Elaboración propia. Fuente: (Chirinos Ramal & Moreno Camino, 2020) (Navarrete Cedeño, 2015)

INTERPRETACIÓN:

1. La titulización es una alternativa de financiamiento moderna, que viene siendo ejecutada en países desarrollados en todo el mundo. Se está dejando de lado el financiamiento tradicional, o dejando para pequeñas empresas.

2. El proceso de titulización consiste en la constitución de un patrimonio separado por lo que se aísla el riesgo.
3. Debido a que el trato es directo con los inversionistas, la empresa tendría que pagar un rendimiento por la inversión alto para el inversionista, pero a la vez bajo en comparación a las tasas de entidades financieras.
4. Las titulaciones buscando un financiamiento de cantidades importantes de dinero, se emiten bonos por millones; una entidad financiera es muy complicado que te otorgue un importe alto.
5. Este proceso de titulización va a la empresa a acceder a una liquidez mediante la aceleración de flujos futuros (un derecho futuro que es de la empresa); mientras con la entidad financiera, solo crecerá la deuda.
6. Los plazos para pagos en la titulización son a mayor tiempo, 20 o 25 años, trimestrales o semestrales, mientras que el financiamiento tradicional bancario, es a un plazo mucho menor.
7. El mercado de capitales en el Perú es muy pasivo; con cada proceso de titulización se logra que el mercado sea más dinámico. Esto ayudará a que los inversores tengan más confianza y que la economía nacional siga en crecimiento.
8. En este proceso de titulización, el beneficiado será siempre el inversionista, sea persona natural o jurídica. Así mismo, la rentabilidad otorgada será exclusivamente para él. El mayor beneficiado en el financiamiento tradicional son las entidades bancarias.

V.6 De las tasas de interés: análisis WACC

PROCESO	TITULIZACION					
IMPTOS	30%					
TASA OPORT	20%					
TASA INTERES	6%					

ESTRUCTURA		PARTICIP	T. INT.	ESC. FISCAL	COSTO	PROM POND
DEUDA	230	34.75%	6%	70%	4%	1.45%
REC. PROP.	432	65.25%	20%	-	20%	13.05%
	662	100%				14.50%
						WACC

El 14.50% es la tasa mínima de rentabilidad esperada de los activos. Es decir, la rentabilidad de los activos deberá estar por encima del 14.50% para generar valor. También se puede decir que es la tasa mínima de rentabilidad del proyecto, por ende 14.50% es la rentabilidad mínima para cubrir el costo del capital.

PROCESO	PRT BANCARIO
----------------	--------------

IMPTOS	30%
TASA OPORT	20%
TASA INTERES	8%

CALCULO DEUDA Y TASA CON ENTIDADES BANCARIAS

PRT	TASA	PESO	POND
80.00	6.43%	37.9%	2.4%
50.00	10.50%	23.7%	2.5%
44.98	8.65%	21.3%	1.8%
36.00	6.10%	17.1%	1.0%
210.98		100%	7.8%

ESTRUCTURA	PARTICIP	T. INT.	ESC. FISCAL	COSTO	PROM POND	
DEUDA	211	32.82%	8%	70%	5%	1.79%
REC. PROP.	432	67.18%	20%	-	20%	13.44%
	643	100%				15.23%
						WACC

La tasa mínima de rentabilidad esperada de los activos es de 15.23%. Esto quiere decir que la rentabilidad de los activos deberá estar por encima del 15.23% para que genere valor. Así mismo, esta es la tasa mínima de rentabilidad del proyecto para cubrir el costo del capital.

Podemos indicar que mediante la titulización de flujos futuros el costo del capital es de 14.50%, mientras que a través del financiamiento bancario obtenemos un 15.23%. El costo en el proceso de titulización es menor al del financiamiento bancario.

V.7 El proceso de titulización en el colegio peruano estudiado:

V.7.1 Resumen:

A continuación, se presenta el resumen de la titulización realizada por el colegio:

Tabla6 Titulización de flujos futuros

TITULIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS	
DENOMINACIÓN	Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización
FIDUCIARIO Y EMISOR	Intertítulos Sociedad Titulizadora S.A.
ORIGINADOR	Colegio Peruano
ESTRUCTURADORES	- Banco Internacional del Perú S.A.A. – Interbank - Credicorp Capital Servicios Financieros S.A.A.
INSTRUMENTO	Bonos de Titulización
MONTO DEL PROGRAMA	S/ 1,000 millones
MONTO DE LA 1RA EMISION	S/ 230 millones
FECHA DE EMISION	09/09/2019
OFERTA	Pública exclusivamente para Inversionistas Institucionales.
PRECIO DE COLOCACION	A la par.
PLAZO DE BONOS	15 años contados a partir de la fecha de emisión, incluyendo 5 años de periodo de gracia.
DESTINO DE LOS RECURSOS	- Realizar inversiones de capital - Financiar la reestructuración de pasivos financieros del originador
GARANTÍAS	- Bienes fideicometidos - Fianza del originador - Fideicomiso de Garantías
COLEGIOS CEDIDOS (FLUJOS)	Arequipa (2), Chiclayo (1), Lima (14), Huancayo (1), Ica (1), Trujillo (1), Callao (1), Moquegua (1), Cusco (1).

Fuente: (Class Asociados S. A., 2019)

V.7.2 Patrimonio fideicometido:

a. Bienes fideicometidos:

El patrimonio fideicometido fue conformado por los bienes fideicometidos que el colegio peruano en mención, como originador, transferirá a favor de Intertítulos que actúa como Fiduciario.

Estos bienes están conformados por:

- Derechos de cobros presentes y futuros, para exigir, demandar y/o recibir por el pago de pensiones de los colegios cedidos.
- Flujos dinerarios provenientes por los derechos de cobro, que incluyen intereses y demás ingresos generados por los mismos.
- Todos los fondos que ingresen (acreditados) en las cuentas del fideicomiso.

Se detallan los 23 colegios cedidos fueron usados como respaldo para la emisión en estudio:

Tabla 7 Colegios cedidos para Titulización

#	SEDE	INICIO DE OPER.	INGRESOS AL 31.03.2019	OCUPACIÓN PROM.
1	Arequipa – Cerro Colorado	2016	S/ 1.20 millones	89%
2	Arequipa – Sachaca	2018	S/ 336.96 mil	66%
3	Chiclayo	2014	S/ 889.29 mil	89%
4	Lima – Ate Vitarte	2013	S/ 1.09 millones	95%
5	Lima – Santa María (Ate)	2017	S/ 207.15 mil	68%
6	Callao – Lemos	2018	S/ 770.62 mil	91%
7	Lima – Chaclacayo	2012	S/ 560.15 mil	75%
8	Lima – Chorrillos Horizontes	2017	S/ 610.48 mil	80%
9	Lima – Chorrillos La Campiña	2014	S/ 1.40 millones	89%
10	Lima – Chorrillos Universo	2016	S/ 883.29 mil	86%
11	Cusco – Larapa	2018	S/ 1.01 millones	86%
12	Huancayo	2016	S/ 890.52 mil	86%
13	Ica	2015	S/ 661.95 mil	82%
14	Lima – Los Olivos Santa Ana	2018	S/ 844.12 mil	92%
15	Moquegua – Fundo El Gramadal	2019	S/ 392.68 mil	76%
16	Lima – Pueblo Libre Bertello	2016	S/ 1.71 millones	96%
17	Lima – San Miguel La Paz 1	2017	S/ 999.80 mil	93%
18	Lima – San Miguel La Paz 2	2016	S/ 351.61 mil	88%
19	Lima – San Juan Lurigancho Campoy	2013	S/ 1.04 millones	88%
20	Lima – San Juan Lurigancho Arabiscos	2017	S/ 1.23 millones	95%
21	Lima – Surco Ambrosio	2017	S/ 1.50 millones	100%
22	Trujillo – El Golf	2016	S/ 887.38 mil	94%
23	Lima – Villa El Salvador Laderas	2010	S/ 648.26 mil	99%

Fuente: (Class Asociados S. A., 2019)

b. Garantías

Estas son las garantías del primer programa de bonos titulizados del colegio:

1. Bienes fideicometidos: es la transferencia de los flujos futuros cedidos de los 23 colegios.
2. Fideicomiso de garantía: constituido por 17 colegios (inmuebles).
3. Fianza del originador: de carácter irrevocable, incondicional y de realización automática. Se constituye para garantizar el pago total de las obligaciones garantizadas. Es equivalente al 100% del total de las garantías, sin exceder dicho monto.

c. Cuentas del fideicomiso

Se han creado diversas cuentas abiertas por el fiduciario, con la intención de tener un manejo óptimo de los recursos del fideicomiso. Los flujos dinerarios serán incorporados al patrimonio y depositados en las cuentas recaudadoras, desde donde serán transferidos los recursos a las distintas cuentas bajo el esquema de “cascada”.

Tabla 8 Listado de cuentas del fideicomiso

#	CUENTA	UTILIZACIÓN
1	RECOLECTORA	Cuenta utilizada para canalizar los flujos dinerarios pagados por los padres de familia por conceptos de matrículas y/o pensiones.
2	PAGADORA	Cuenta a la que se deberá transferir el importe equivalente al servicio de deuda correspondiente al periodo inmediato siguiente de la emisión.
3	RESERVA	Cuenta donde se debe acreditar el Monto de Reserva, equivalente al Servicio de Deuda por vencer, de acuerdo al cronograma de pagos.
4	ORIGINADOR	Cuenta donde se deposita el remanente de los flujos dinerarios a ser devueltos al colegio para sus distintas actividades.

Fuente: elaboración propia.

d. Coberturas requeridas

Tabla9 Ratios de cobertura y endeudamiento

NIVEL	RATIO	CÁLCULO	DEBE SER
ORIGINADOR	COBERTURA DE DEUDA	$\frac{\text{EBITDA} - (\text{Impuestos} + \text{Dividendos})}{\text{Amortización} + \text{Intereses}}$	> 1.1 veces hasta el 3er trimestre del 2021 > 1.2 veces desde el 4to trimestre del 2021 > 1.3 veces desde el 4to trimestre del 2022 > 1.4 veces desde el 4to trimestre del 2023 > 1.5 veces desde el 4to trimestre del 2024 en adelante
	ENDEUDAMIENTO	$\frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{EBITDA}}$	< 7.5 veces hasta el 3er trimestre del 2020 < 7.0 veces desde el 4to trimestre del 2020 < 6.0 veces desde el 4to trimestre del 2021 < 5.0 veces desde el 4to trimestre del 2022 < 4.0 veces desde el 4to trimestre del 2023 < 3.5 veces desde el 4to trimestre del 2024 en adelante
PATRIMONIO FIDEICOMETIDO	COBERTURA DE BONOS	$\frac{\text{Flujos dinerarios (últimos 12 meses)}}{\text{Servicio de deuda (últimos 12 meses)}}$	> = a 3 veces. Deberá medirse desde el tercer trimestre del 2019.
	COBERTURA DE GARANTIAS	$\frac{\text{Capital de deuda pendiente de pago}}{\text{Valor comercial de inmuebles} + \text{Cuenta reserva}}$	Deberá ser menor o igual a 1.0 veces.

Fuente: elaboración propia (Class Asociados S. A., 2019)

V.7.3 Destino de los fondos

Tabla10 Destinos de los fondos

PROGRAMA	DESTINO	IMPORTE	REP %	OBSERVACION
S/ 230 MILLONES	Inversiones de capital	S/ 158 millones	69.57%	Construcción y ampliación de nuevos colegios.
	Reestructuración de pasivos	S/ 72 millones	30.43%	Préstamos bancarios

Fuente: elaboración propia

- a. Inversiones de capital: dentro del plan de inversión que cuenta la empresa, resalta la expansión y posicionamiento a nivel nacional del colegio. Es por ello que durante el año 2019 se adquirieron 6 terrenos (2 en Lima y 4 en

provincias) con la intención de comenzar la construcción de nuevas sedes. Uno de los objetivos de esta primera emisión de bonos titulizados está enfocado a construir 14 nuevos colegios entre el 2019 y 2020. Así mismo, se realizaron ampliaciones en 29 colegios y adquisiciones de equipos de cómputo, muebles y enseres y otros equipos como parte del plan de expansión mencionado. El importe destinado para el crecimiento institucional asciende a S/ 158 millones.

- b. Reestructuración de pasivos: durante el periodo 2019 el colegio realizó una reestructuración de algunas deudas contraídas en periodos anteriores. Se pre pagaron préstamos que se mantenían con dos entidades financieras: Banco Internacional del Perú (Interbank), que es una empresa relacionada, y el Banco Interamericano de Desarrollo – BID. Al cierre del periodo 2018, existía un préstamo por S/ 50'000,000 con el Banco Internacional del Perú (Interbank), que fue obtenido el año 2016; este préstamo fue cancelado en el 2019. Así mismo, existían también préstamos que fueron obtenidos para capital de trabajo, utilizados para la adquisición de nuevos terrenos y construcciones de diversos colegios durante los años 2014 y 2015. Estos préstamos fueron pre pagados por un total de S/ 22'000,000, como parte de la estrategia de reestructuración financiera del colegio.

V.7.4 Fundamentación de la clasificación del riesgo

La clasificación otorgada a los bonos titulizados es de AA, con una alta calidad crediticia, siendo bonos estables de gran rendimiento. Para esta clasificación se consideraron los siguientes factores favorables:

- Niveles estimados de cobertura de deuda.
- Resultados económicos obtenidos.
- Positiva evolución de los ingresos del originador.
- Flujos futuros consolidados.
- Modelo de negocio estandarizado y escalable.
- Metodología innovadora de enseñanza.
- Plan de expansión proyectado.
- Capacidad empresarial de los promotores.
- Experiencia demostrada de la plana gerencial.
- Ubicación estratégica de los colegios.
- Positivas perspectivas del sector educación.

- Indicador positivo de Ebitda y menor endeudamiento.

Así mismo, esta clasificación también toma en cuenta los factores adversos a los que se enfrenta, que son detallados a continuación:

- Competencia creciente en el sector educación.
- Incremento en el costo de adquisición de terrenos.
- Sector altamente regulado.
- El plan de expansión no permite aún obtener ingresos suficientes para cubrir íntegramente los gastos financieros.
- Posibles aportes de capital a largo plazo.

V.7.5 Perspectivas

La categoría otorgada a los bonos de titulización del colegio, presenta perspectivas estables, considerando los siguientes puntos:

- Generación futura de ingresos de todos los colegios cedidos.
- Esquema definido adecuadamente del proceso de titulización.
- Capacidad de cobertura de deuda proyectada.
- Situación financiera del originador.
- Intertítulos como fiduciario
- Interbank y Credicorp Capital Servicios Financieros como estructuradores.

V.8 Data para contrastación de la hipótesis:

Se presentan los resultados de la encuesta aplicada a 48 responsables del departamento financiero de cada sede institucional, tabulado por pregunta y detalle con gráfico de barras porcentual:

A la pregunta 01: ¿Cree usted que la presente institución educativa ha crecido de 2018 a 2019?

Tabla 11 Pregunta 01 de la encuesta

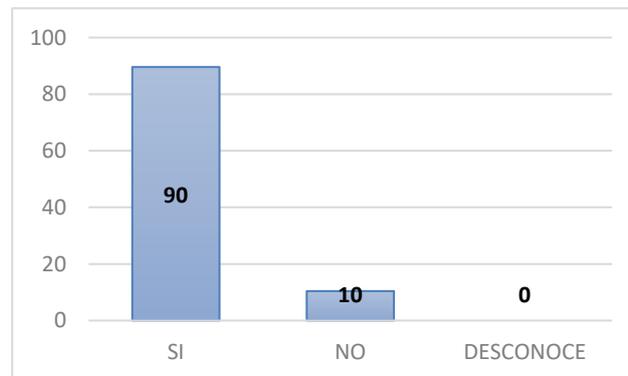
Alternativas	Encuestados	%
SI	43	90
NO	5	10
DESCONOCE	0	0
TOTAL	48	100

Interpretación:

El 90% de los responsables de los departamentos financieros cree que la institución educativa ha crecido de un año a otro. Mientras que el otro 10% piensa lo contrario, es decir, que la institución educativa no creció hacia el 2019.

Es respuesta permitió conocer que la mayoría de encuestados reconocen que la institución educativa si ha crecido anualmente, respecto al año 2018.

Figura 18 Respuesta primera pregunta



A la pregunta 02: ¿Considera usted que la titulación de flujos futuros es aceptable como fuente de financiamiento?

Tabla 12 Pregunta dos de la encuesta

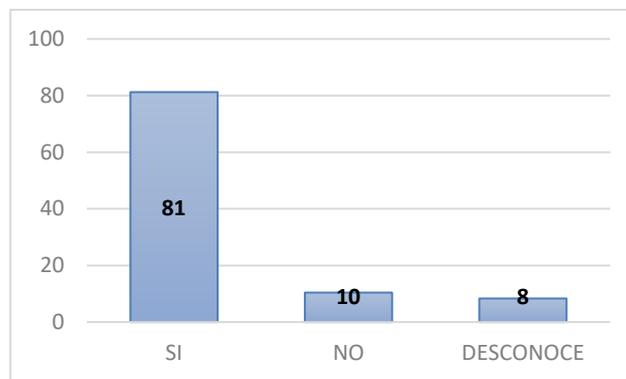
Alternativas	Encuestados	%
SI	39	81
NO	5	10
DESCONOCE	4	8
TOTAL	48	100

Interpretación:

Este cuadro nos indica que el 81% de los responsables financieros encuestados considera que la titulación de flujos futuros es aceptable, mientras que el 10% considera que no lo es, y el otro 8% desconoce sobre el presente instrumento.

Podemos observar que aún hay personas que desconocen o no están de acuerdo con la titulación de flujos, sin embargo, una gran mayoría ve a este proceso como aceptable.

Figura 19 Respuesta segunda pregunta



A la pregunta 03: ¿Considera usted que la titulación de flujos futuros constituye una óptima fuente de financiamiento para la institución educativa?

Tabla 13 Pregunta 03 de la encuesta

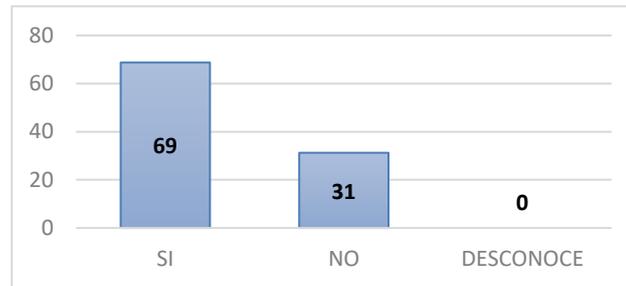
Alternativas	Encuestados	%
SI	33	69
NO	15	31
DESCONOCE	0	0
TOTAL	48	100

Interpretación:

Un 69% de los encuestados, consideran a la titulación de flujos futuros como una fuente de financiamiento óptima. Mientras que un 31% no lo considera así.

Esto nos indica que aún hay personas que prefieren una fuente de financiamiento tradicional, sin importar los costes o intereses elevados. En su apreciación, tal vez, consideren menos complicada la operativa.

Figura 20 Respuesta tercera pregunta



A la pregunta 04: ¿Cree usted que la institución educativa se encuentra en crecimiento acorde al mercado?

Tabla 14 Pregunta 04 de la encuesta

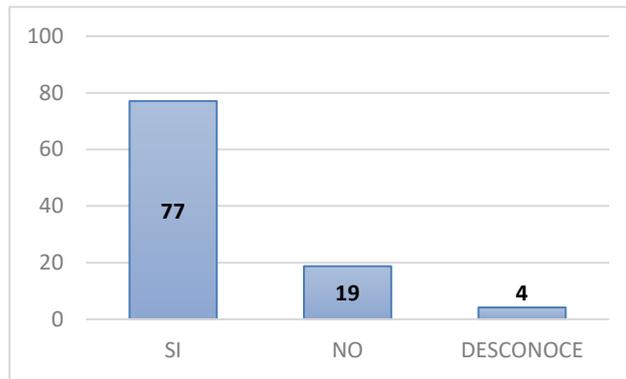
Alternativas	Encuestados	%
SI	37	77
NO	9	19
DESCONOCE	2	4
TOTAL	48	100

Interpretación:

El cuadro indica que un 77% está de acuerdo en que la institución educativa está creciendo acorde al mercado (mismo rubro). Sin embargo, un 19% considera que no hay un crecimiento similar o a la par que el mercado educativo. Mientras que un 4% desconoce.

Se puede determinar que más de las tres cuartas partes de los encuestados está considerando que el sector educación está creciendo de la misma manera que la institución donde laboran; esto quiere decir que, hay una adecuada planificación y gestión financiera y de recursos.

Figura 21 Respuesta cuarta pregunta



A la pregunta 05: ¿Aprecia usted que los mercados financieros en el Perú son dinámicos?

Tabla 6 Pregunta 05 de la encuesta

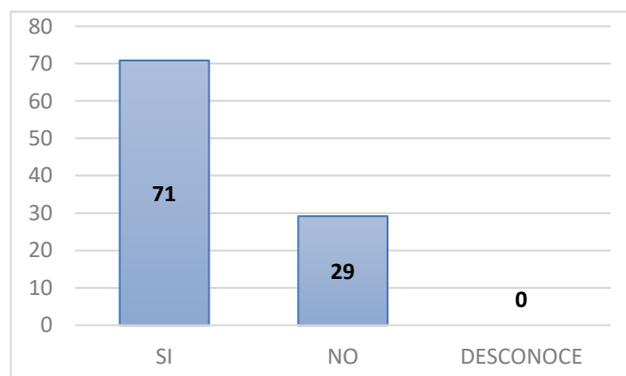
Alternativas	Encuestados	%
SI	34	71
NO	14	29
DESCONOCE	0	0
TOTAL	48	100

Interpretación:

El cuadro muestra que el 71% refiere que el mercado financiero peruano es dinámico por inversiones existentes en distintos rubros de la economía, mientras que existe un 29% que considera que el mercado financiero en Perú es estático.

Si bien la mayoría de encuestados considera un mercado financiero dinámico, aún hay una tercera parte que no lo considera así.

Figura 22 Respuesta quinta pregunta



A la pregunta 06: ¿Cree usted que la titulización de flujos futuros proporciona liquidez inmediata para la institución?

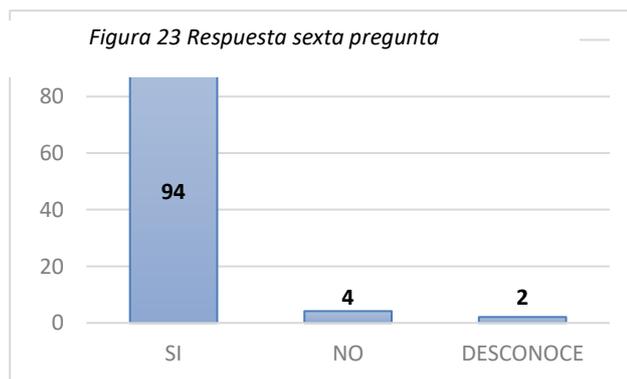
Tabla 16 Pregunta 06 de la encuesta

Alternativas	Encuestados	%
SI	45	94
NO	2	4
DESCONOCE	1	2
TOTAL	48	100

Interpretación:

Es importante observar que el 94% de encuestados cree que la titulización de flujos futuros proporciona liquidez a la institución, mientras que un 4% considera que no y el otro 2% desconoce sobre el tema en mención.

Casi la totalidad de encuestados considera a la titulización de flujos futuros como una herramienta de financiamiento que proporciona liquidez inmediata a las empresas, por ello es una opción relevante para la toma de decisiones.



A la pregunta 07: ¿Considera usted que los préstamos tradicionales o convencionales a través de las entidades bancarias son más seguros que una titulización en el mercado financiero?

Tabla 7 Pregunta 07 de la encuesta

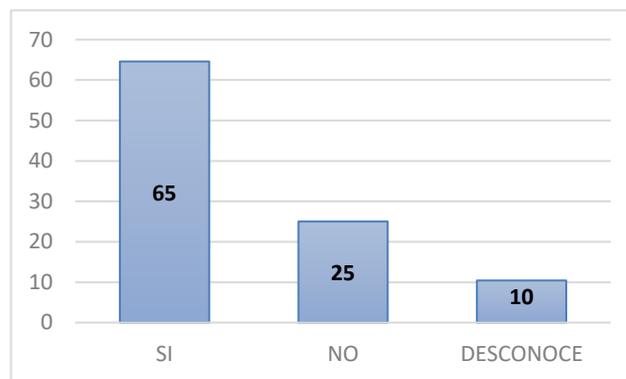
Alternativas	Encuestados	%
SI	31	65
NO	12	25
DESCONOCE	5	10
TOTAL	48	100

Interpretación:

Es importante la pregunta en mención, donde figura que el 65% de encuestados considera que los préstamos tradicionales bancarios son más seguros que las titulaciones de flujos futuros, mientras que el 25% y 10% considera que no es así y desconoce del tema, respectivamente.

Esta inclinación por los préstamos tradicionales o convencionales que otorgan las entidades bancarias, se debe al perfil de riesgo que cuenta cada persona, debido al rechazo por ingresar en el mercado financiero, por ello que se prefiere pagar tasas de intereses más altas.

Figura 24 Respuesta séptima pregunta



A la pregunta 08: ¿Cree usted que el sistema financiero peruano se encuentra acorde a los cambios globales?

Tabla 8 Pregunta 08 de la encuesta

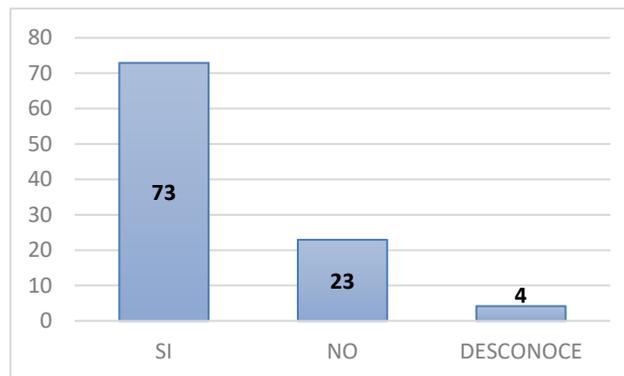
Alternativas	Encuestados	%
SI	35	73
NO	11	23
DESCONOCE	2	4
TOTAL	48	100

Interpretación:

Es relevante que el 73% de encuestados considere que el sistema financiero peruano esté acorde a los cambios globales. Por otro lado, el 23% considera que no es así. Y un 4% desconoce sobre la pregunta en mención.

La mayoría, casi las tres cuartas partes de los encuestados, considera al sistema financiero a la par de los cambios globales, esto quiere decir que la economía nacional está avanzando y mejorando en la globalización financiera.

Figura 25 Respuesta octava pregunta



V.9 Contratación de la hipótesis:

El método estadístico elegido para la contrastación de la hipótesis es Chi cuadrado corregido por Yates. Esto debido a que los datos se encuentran en una escala nominal y las frecuencias esperadas son menores a 5.

Hipótesis:

H_0 : La titulización de los flujos futuros no influyó significativa y positivamente en el crecimiento del colegio en el Perú, 2019.

H₁ : La titulación de los flujos futuros influyó significativa y positivamente en el crecimiento del colegio en el Perú, 2019.

Tabla 9 Base para chi cuadrado, Yates

la titulación de flujos futuros es aceptable como fuente de financiamiento	la institución educativa se encuentra en crecimiento acorde al mercado			TOTAL
	SI	NO	DESCONOCE	
SI	34	5	0	39
NO	2	3	0	5
DESCONOCE	1	1	2	4
TOTAL	37	9	2	48

Entonces:

1. Estadística de prueba Chi cuadrado corregida por Yates:

$$X^2 = \frac{(|A \cdot D - B \cdot C| - n / 2)^2 n}{(A + B)(C + D)(A + C)(B + D)}$$

NOTA: se decide rechazar la H₀ si el valor de X² es mayor o igual a 3.8416

2. Cálculo de la estadística de prueba. Reemplazamos en la fórmula:

$$X^2 = \frac{(|34 \cdot 6 - 5 \cdot 3| - 48 / 2)^2 48}{(34 + 5)(3 + 6)(34 + 3)(5 + 6)} = 9.12$$

3. Debido a que 9.12 > 3.8416 se rechaza H₀. Por ende, la conclusión es: la titulación de flujos futuros influyó significativa y positivamente en el crecimiento del colegio en el Perú, 2019.

Así mismo, tenemos que los principales indicadores de medición y gestión arrojan que los resultados son favorables para la institución educativa. Hay un crecimiento sostenible y notorio entre un período y otro, avalado por los indicadores en mención.

Se agrega también, que el proceso de titulación es la mejor fuente de financiamiento para la institución estudiada.

VI. DISCUSIÓN, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

VI.1 DISCUSIÓN

Es importante acotar que la titulización de flujos futuros es beneficiosa en diversos puntos, tales como la liquidez, ahorro en costes, menores comisiones, reducción de intereses, financiamiento a largo plazo e importe elevados, todo ello es una ventaja que otorga el proceso de titulización como herramienta de financiamiento para las empresas.

Mientras Tanya Guillén, en su trabajo de investigación denominado Titularización de Flujos Futuros como financiamiento de los Gobiernos autónomos descentralizados en Ecuador, muestra como la titulización de flujos futuros es una herramienta idónea de financiamiento. (Guillén Triana, 2018)

Es importante lo que menciona Guillén sobre el ámbito de regulación de la titulización: “en el área iberoamericana el desarrollo de la titularización obedece la regulación del país en el que se desarrolla y la economía de la misma”; así mismo agrega que es una opción muy atractiva para la obtención de recursos financieros dentro del segmento bursátil, por parte de los que necesiten financiamiento, para poder realizar actividades en el sector privado y público.

En los resultados del presente proyecto el ratio de liquidez se encuentra por encima de 1, siendo un 27% menos que el período anterior. El apalancamiento aumenta en 0.37. Todas estas variaciones en los indicadores financieros se deben a nuevas emisiones de deudas a largo plazo y a las economías de escala. Así mismo, el EBITDA mejora tres puntos porcentuales. Es importante mencionar el motivo de la reducción del indicador de liquidez, durante el período 2019 se realizaron amortizaciones por los préstamos bancarios por S/ 348.5, compuestos por S/ 8.1 de préstamos bancarios, S/ 229.5 por préstamos a corto plazo y S/ 110.9 por pagos anticipados de préstamos bancarios (todo expresado en millones de soles); el importante desembolso de efectivo causó que la liquidez disminuya, sin embargo, se pudo mantener sobre 1 debido a la emisión de bonos realizada durante el presente período. Gracias a este tipo de decisiones estratégicas que manifiesta un óptimo manejo de la gestión financiera, es que el Ebitda supera los 26 puntos porcentuales durante el período 2019.

En la investigación del autor Suarez, menciona la importancia que genera la titulización en el mundo financiero, mediante las dimensiones como capital humano, infraestructura y

flujos futuros; por esa razón es un materia de estudio para nuestra investigación, las cuales son representadas en la Figura 17, Comparativo de fuentes de financiamiento, la cual presenta conceptos en diferentes ámbitos y como la titulización es una alternativa moderna ejecutada por países desarrollados y la manera en cómo las empresas sacan provecho de ello, aislando el riesgo. El proceso de titulización consiste en acelerar los flujos de activos de esa manera obtener una liquidez más rápida, mientras que, con las entidades financieras, lo que ocasionará es el incremento de la deuda. (Suárez Barros, 2016)

Según lo desarrollado en la presente investigación, la titulización de flujos futuros es el procedimiento por el cual, derechos futuros de dinero son traídos al presente a cambio de una retribución al inversionista que está muy por debajo a los intereses pagados por un financiamiento tradicional o convencional; esto quiere decir que, conociendo el crecimiento constante y permanente de una institución y respaldada por activos o resultados, se pueden emitir bonos en el mercado, que serán adquiridos por inversionistas que dejarán su dinero a cambio de un rendimiento esperado, mayor al que pueden otorgar las entidades financieras (bancos, cajas, cooperativas, etc.)

Casavilca menciona en su investigación, que el costo financiero de una titulización de flujos futuros de dinero es mucho más bajo en comparación con la financiación bancaria. (Casavilca, 2014); es importante mencionar que mediante la titulización se pueden acceder a financiamientos por importes altos, y a un tiempo de pago más largo. Es decir, se pueden adquirir millones de soles a pagar durante 25 o 30 años; y, según lo estudiado en la presente investigación, las entidades financieras no pueden otorgarlo.

Benavides en su estudio, menciona a la titulización como un arma poderosa para potenciar las alternativas de financiamiento de las empresas (Benavides, 2000). Y es que la titulización de flujos futuros para el colegio, ha significado un crecimiento general de sus activos, una reducción en el pago de intereses y una evolución favorable en los ingresos; esto debido a sus construcciones y ampliaciones en todo el país. Sin embargo, el resultado final financiero del 2019 es negativo. A pesar de que el resultado del ejercicio en evaluación se ha incrementado con respecto al 2018, existen otros factores que determinan la rentabilidad y rendimiento de una empresa. Es importante no solo la gestión financiera, sino también la del resto de recursos que posee la entidad para mejorar los resultados. Así mismo, recordar que este tipo de financiamiento es a largo plazo, es decir, tendrá su mayor impacto en los resultados netos de la empresa también a largo plazo.

Para Mosqueira, este tipo de financiamiento como nueva alternativa, no desplaza a las alternativas tradicionales (bancarias) sino que las complementa (Mosqueira, 2009); ante

ello, se coincide en que la titulización debe ser para financiamientos largos y altos, y se puede recurrir a las entidades bancarias para necesidades cortas, que no involucren mayores costes financieros.

A criterio propio, se considera que, por ahora, la titulización de flujos futuros no desplaza a los financiamientos tradicionales bancarios, sin embargo, en el transcurso del desarrollo y el crecimiento de la economía peruana, se tendrá que dejar en el pasado a lo convencional, y se dará mayor prioridad a una adecuada gestión financiera, llevada de la mano con el planeamiento financiero en búsqueda de optimizar recursos para beneficios de las instituciones, reduciendo costes e intereses.

Pasar de un financiamiento a otro, puede conllevar a una reducción en la liquidez de la empresa, tal como lo hemos visto en el presente estudio, cuando, a pesar de la emisión de bonos titulizados, cayó unas décimas porcentuales, por hacer frente a pagos de préstamos bancarios adquiridos con anterioridad.

VI.2 CONCLUSIONES

La titulización de los flujos futuros influyó significativa y positivamente en el crecimiento del colegio en el Perú, 2019; confirmándose la hipótesis de investigación. El desarrollo de los objetivos planteados, se evidencia que:

- El colegio ha tenido un crecimiento sostenible desde sus inicios, incluso en el 2018, antes de este proceso de titulización, se marcó un leve crecimiento; su infraestructura y capital humano están encaminados. Sin embargo, los resultados finales financieros y neto, están arrojando pérdidas. Es por ello que año a año se está buscando mejorar la gestión financiera y una decisión acertada de ello es la forma de financiamiento.
- Asimismo, posterior a la titulización en el período 2019, el crecimiento ha sido mayor para el colegio. Se ha incrementado la cantidad de alumnos inscritos y, por ende, los ingresos por pensiones. Así mismo, se ha necesitado mayor cantidad de empleados. La titulización ha permitido financiar nuevos proyectos, como ampliaciones de colegios o construcción de estos. Es importante mencionar que el proceso de titulización reduce también los intereses por pagar, mejorando de esta manera el resultado final financiero de la empresa. Los pagos y pre pagos de préstamos bancarios efectuados con anterioridad al año 2019, causaron una reducción en la liquidez y resultados para la institución; es por ello que, para los años posteriores, se espera mejorar los indicadores en mención.

- Desde la misma perspectiva, podemos concluir que el crecimiento del colegio del año 2018 al 2019 se dio de manera progresiva y constante, viéndose reflejado en el volumen de ingresos, personal, establecimientos y en cada punto del presente estudio; todo ello debido un adecuado planeamiento estratégico y buena gestión financiera, permitiendo optimizar los recursos ya antes mencionados.
- Finalmente, se concluye que la titulización de flujos futuros es el mejor financiamiento para empresas que tienen un flujo de dinero constante y que estén en crecimiento continuo. Es importante mencionar que la titulización es una forma de financiamiento moderna, usada hace ya un tiempo en países desarrollados a nivel mundial. Si bien es cierto, en el Perú existe un alto índice de aberración al riesgo por ingresar a transar al mercado de capitales, se tiene que buscar cambiar ese tipo de perfiles y comenzar a incursionar en este mercado para agilizar y dinamizar la economía peruana a través de los nuevos profesionales.

VI.3 RECOMENDACIONES

- Se recomienda el uso de la titulización de flujos futuros para las empresas que buscan optimizar sus recursos en el proceso de financiamiento; esto debido a todos los beneficios que se han mencionado en el presente estudio como tiempos, importes, comisiones e intereses. La titulización de activos es la mejor alternativa de financiamiento para las empresas con activos “ilíquidos”, comparado con los financiamientos tradicionales a través de entidades financieras. Esta es una alternativa que calza con las instituciones educativas ya que tienen la figura de flujos futuros ciertos.
- Existen diversos tipos de financiamiento no tradicionales para las empresas dentro del mercado financiero, destacándose la titulización de activos. Sin embargo, lo que se recomienda es optar por una de ellas con la intención de modernizar la fuente de financiamiento y contar con una herramienta innovadora y a la vanguardia de economías de gran escala a nivel mundial.
- Es importante tener en cuenta la siguiente sugerencia: la calidad del activo a titular. El activo a titular debe ser estudiado previamente y evaluado con filtros sobre homogeneidad, dinero en el tiempo o flujos futuros ciertos, con la intención de que el activo titulado sea de calidad, todo ello con la finalidad de obtener una mayor demanda en el mercado de valores. El más claro ejemplo es el del presente estudio, en

esta primera oferta pública de bonos la demanda total, representó una “sobre-demanda” de +36% siendo los principales demandantes las AFP, las compañías de seguro y algunas entidades públicas.

- Es importante mencionar que la titulización de flujos futuros es una herramienta de financiamiento con impacto a largo plazo. Si bien puede tener un primer impacto en cuanto a la liquidez y al afrontar compromisos inmediatos, los mayores resultados financieros y de crecimiento institucional por ejecución de los planes de inversión se darán al menos a 2 años de la emisión. Se debe continuar con dichos planes para no interrumpir la influencia de este tipo de financiamiento.
- Es recomendable que se siga en la búsqueda de mayor información sobre la titulización de flujos futuros para que dicho proceso se realice de manera óptima y eficiente. Es importante que la Superintendencia de Mercados y Valores promueva y difunda el proceso de titulización de flujos futuros a través de charlas o convenios hacia las empresas buscando la justificación de esta tesis: dinamizar el mercado financiero peruano.

BIBLIOGRAFÍA

- Alcazar, R. (2003). *La titulización de activos en el Perú*. Lima: Universidad de Lima.
- Arias Zavala, L. S., & Merino Merino, M. (2015). *Titulización de Activos como alternativa de financiamiento en la empresa Casa Grande SAA 2015*. Lima: Perú.
- Arias-Odón, F. (2012). *El proyecto de investigación* (6ta ed.). Caracas, Venezuela: Editorial Episteme.
- Asmat Muñoz, P. E. (2015). *Las garantías de cuentas por cobrar por ventas futuras como generadoras de liquidez de Supermercados Peruanos SA*. Trujillo.
- Avellán Herrera, N. (2015). *Cómo estructurar un proceso de titulización de activos*. Ecuador.
- Banco Mundial. (17 de Abril de 2017). <http://www.bancomundial.org>. Obtenido de <http://www.bancomundial.org/es/country/peru/overview#1>
- Benavides, J. (2000). *La titulización de Activos en el Perú*. Obtenido de <http://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/10160>
- Brosnan, M. L. (2004). *La titulización como alternativa de financiación*.
- CaixaBank. (2004). *La Liquidez*. Madrid: El aula del accionista.
- Calderón, V. M. (2019). *Titulización de Activos en las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito en el Perú*. Lima: Universidad Nacional Federico Villarreal.
- Casavilca, E. (2014). *La titulización de los créditos hipotecarios en el Perú y sus efectos en el desarrollo del sistema financiero*. Lima.
- Cheneaux, S., & Palma, S. (2015). *Estudio de la titulización de activos en el Perú y su oportunidad de financiamiento para las grandes empresas de la ciudad de Arequipa Período 2005 - 2014*. Arequipa.
- Chia Matallana, D. E., & Meneses Barrios, A. I. (2014). *LAS TITULARIZACIONES DE FLUJOS FUTUROS, LA GESTIÓN DE RIESGOS Y SU UTILIDAD PARA EL SECTOR EXPORTADOR*. Bogotá, Colombia.
- Chirinos Ramal, D. D., & Moreno Camino, S. F. (Enero de 2020). *PRÉSTAMOS VERSUS BONOS, VENTAJAS Y DESVENTAJAS DE CADA TIPO DE DEUDA DESDE EL PUNTO DE VISTA DE LA EMPRESA*. Lima, Perú.
- Class Asociados S. A. (13 de Junio de 2019). *FUNDAMENTOS DE CLASIFICACION DE RIESGO*. Lima, Perú.
- Comercio, D. E. (08 de Septiembre de 2016). [www.elcomercio.pe](http://elcomercio.pe). Obtenido de <http://elcomercio.pe/economia/peru/presupuesto-2017-eleva-4-7-atender-5-prioridades-224141>

- ComexPerú. (14 de Junio de 2019). *Sociedad de Comercio Exterior del Perú*. Obtenido de <https://www.comexperu.org.pe/articulo/como-vamos-en-educacion>
- Constantino Colacci, J. A. (2012). *Financiamiento mediante bonos titulizados en la bolsa de valores y sus efectos en la gestión de los colegios particulares de Lima Metropolitana*. Callao, Perú.
- Guillén Triana, T. M. (2018). *Titularización de flujos futuros como financiamiento de los gobiernos autónomos descentralizados*. Samborondón: Universidad de Especialidades Espíritu Santo.
- Hernandez Sampieri, R., Fernandez Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2014). *Metodología de la Investigación* (6ta ed.). México DF, México: Interamericana Editores SA de CV.
- Huanambal, F. B. (20 de Noviembre de 2014). *Monografías.com*. Recuperado el 15 de Febrero de 2016, de <http://www.monografias.com/trabajos103/sistema-bancario-peruano-historia-indicadores-bancarios-y-crisis-bancaria/sistema-bancario-peruano-historia-indicadores-bancarios-y-crisis-bancaria2.shtml>
- Jara Ortega, E., & Jara Rodriguez, D. (23 de Julio de 2017). *Titulización de Activos en el Perú: un enfoque práctico*. Lima, Perú: www.derechoycambiosocial.com.
- Kiper, C., & Lisoprawski, S. (2012). *Tratado de Fideicomiso*. Buenos aires: Abeledo Perrot SA.
- Lampadia. (07 de Agosto de 2015). *www.lampadia.com*. Recuperado el 30 de Septiembre de 2017, de <http://www.lampadia.com/analisis/educacion/educacion-privada-de-excelencia-innova-schools/>
- Martín Martín, M. D. (2016). *Pasado y presente de la titulización en el sector financiero*. UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID, Economía Financiera y Contabilidad. Madrid: Tesis Doctoral.
- Medina, A., & Iberico, J. (2011). Educación básica en el Perú, situación actual y propuestas de política. *Moneda del BCRP*, 22.
- Mosqueira, M. A. (2009). *Fideicomiso financiero: una alternativa de financiamiento no tradicional, Argentina 2001 - 2008*. Mar del Plata.
- Murillo Hernandez, W. J. (2008). *La investigación científica*.
- Navarrete Cedeño, J. D. (Julio de 2015). *Análisis de alternativas de financiamiento que ofrece el mercado de valores para las empresas del sector industrial de la vía Daule*. Guayaquil, Ecuador.
- Peruano, D. e. (27 de Enero de 2019). *elperuano.pe*. Obtenido de <https://elperuano.pe/noticia-presupuesto-2019-para-educacion-se-incremento-11-75127.aspx>

- Pisco Quispe, L. L., Miranda Estofanero, C., Zapana Quise, E., & Lupaca Chata, Y. S. (2021). Gestión financiera y morosidad en el sector educativo privado en tiempos de COVID-19. Caso: Institución educativa. *Visión Gerencial*, 256-267. Obtenido de <http://erevistas.saber.ula.ve/visiongerencial>
- Pretell Flores, R. A., & Pretell Flores, E. V. (2015). La titulación de activos como alternativa de financiamiento en la empresa SEDALIB Trujillo, 2014. Trujillo.
- Requejo, F. (16 de Abril de 2019). *Enfoque Derecho*. Obtenido de <https://www.enfoquederecho.com/2019/04/16/breves-notas-sobre-el-proceso-de-titulacion-de-activos/>
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2005). *Finanzas Corporativas*. Pennsylvania.
- Rubio Dominguez, P. (2007). *Manual del Análisis Financiero*. Instituto Europeo de Gestión Empresarial.
- Soplín, G. R., & Herrera, L. M. (2019). *El Fideicomiso de Titulación y su impacto en la Gestión Financiera en las empresas del Sector Agrícola de Piura, año 2017*. Lima: Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.
- Suárez Barros, T. (2016). *Titulación de activos. Análisis del riesgo sistemático de las originadoras en España*. A Coruña: Universidad de Santiago de Compostela.
- Tong, J., & Díaz, E. (2003). *Titulación de Activos en el Perú*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico.
- Valencia, A. (2012). Una visión para hacer mas eficiente el desempeño del Sector Bancario en América Latina. *IDC- Analyze The Future*, 1.
- Valores, S. d. (s.f.). <https://www.smv.gob.pe/>. Obtenido de https://www.smv.gob.pe/Bp_LisDatosGenerales.aspx?op=bq1
- Vásquez Torres, M. S. (2020). La morosidad en la situación económica y financiera de un colegio católico de la ciudad de Trujillo en época de crisis. Trujillo, Perú.
- Vela Cantalapiedra, I. (2017). *Tesis sobre un modelo de financiación para compañías comercializadoras en el sector eléctrico español*. Escuela de doctorado. Madrid: Universidad Nacional de Educación a Distancia, UNED.
- Wong, D. (1996). *Finanzas en el Perú*. Lima: Centro de Investigación Universidad del Pacífico.
- Zaragoza, J. (04 de Enero de 2012). *Educación al Futuro*. Recuperado el 03 de Noviembre de 2017, de <http://educacionalfuturo.com/noticias/crecimiento-y-segmentacion-de-la-educacion-privada/>
- Zaragoza, J. (16 de Enero de 2017). <http://www.educacionalfuturo.com/>. Recuperado el 26 de Septiembre de 2017, de <http://educacionalfuturo.com/noticias/la-educacion-privada/>

ANEXOS

ANEXO N° 01

MATRIZ DE CONSISTENCIA

ANEXO: MATRIZ DE CONSISTENCIA				
AUTOR : ALDO MARTIN QUEVEDO ALARCON			FECHA: 15 / 10 / 2021	
TÍTULO : LA TITULIZACION DE FLUJOS FUTUROS Y SU INFLUENCIA EN EL CRECIMIENTO DE UN COLEGIO PERUANO CON PRESENCIA A NIVEL NACIONAL, 2018 - 2019				
PROBLEMAS	OBJETIVOS	HIPÓTESIS	VARIABLES	METODOLOGÍA
1. Problema General:	1. Objetivo General:	1. Hipótesis General:	V. Independiente	1. Tipo de investigación
¿En qué medida la titulación de flujos futuros influyó en el crecimiento del colegio peruano en estudio en el 2019?	Determinar la influencia que tuvo la titulación de los flujos futuros en el crecimiento del colegio peruano en estudio, 2019.	La titulación de los flujos futuros influyó significativa y positivamente en el crecimiento del colegio peruano en estudio, 2019.	Titulación de flujos futuros	INVESTIGACION APLICADA
				2. Nivel de Investigación
				EXPLORATORIO, DESCRIPTIVO
				3. Método de Contrastación
				DESCRIPTIVO Y DE ANÁLISIS
	2. Objetivos Específicos		V. Dependiente:	
	Medir el crecimiento que tuvo el colegio en el Perú antes de la titulación en el año 2018.	Analizar el crecimiento del colegio de 2018 a 2019.	Crecimiento del colegio peruano	4. Diseño de la Investigación
	Medir el crecimiento que tuvo el colegio en el Perú posterior a la titulación en el año 2019.	Comparar los tipos de financiamiento del colegio en estudio.		Análisis de los períodos 2018 y 2019.
				5. Unidad de Análisis
				Colegio peruano con presencia nacional
JUSTIFICACION				6. Población
1. Teórica	2. Práctica			54 instituciones educativas en el Perú
La presente investigación encuentra su justificación teórica en el libro de Michael Brosnan (2004).	La presente investigación encuentra su justificación práctica que ayudará a medir el nivel de crecimiento del colegio Innova Schools en el Perú con respecto a la influencia de la titulación de sus flujos futuros.			7. Muestra
				48 responsables financieros
				8. Instrumento
				ENCUESTA / MEMORIA ANUAL

ANEXO N° 02

OPERACIONALIZACIÓN DE VARIABLES

	VARIABLE	DEFINICION CONCEPTUAL	DEFINICION OPERACIONAL	DIMENSIONES	SUB DIMENSIONES	INDICADOR
DEPENDIENTE	Crecimiento del colegio Innova Schools en el Perú	Según el Ministerio de Educación, la Educación Básica Regular (EBR) donde opera el colegio Innova Schools, creció de un período a otro un 16% con relación al alumnado y un 10% respecto a la cantidad de colegios, demostrando el crecimiento de la Educación en el Perú. (Ministerio de Educación, 2020)	La web especializada en www.educacionalfuturo.com menciona la medición del crecimiento de una institución educativa por el número de alumnos inscritos e instituciones anexas y en ampliación o construcción. Además, con el costo de la matrícula (pensiones) y los resultados financieros de cada período analizados con los ratios financieros. (Educación al futuro, 2011).	CAPITAL HUMANO	ALUMNADO	Cantidad de alumnos inscritos por año.
					TRABAJADORES	Cantidad de trabajadores (docentes y personal administrativo).
				RATIOS FINANCIEROS	LIQUIDEZ	Solviencia financiera a corto plazo.
					EBITDA	Eficiencia de los ingresos.
					APALANCAMIENTO	Capacidad de financiamiento frente a terceros.
				RESULTADOS	FINANCIERO	Antes de impuestos y participaciones.
					NETO	Después de impuestos, antes de participaciones.
INDEPENDIENTE	Titulización de flujos futuros	"Es una alternativa de financiamiento que permite a las empresas convertir los flujos futuros de sus activos de poca liquidez o de lenta rotación, los cuales podrán ser adquiridos por inversionistas mediante oferta pública o privada con la garantía que ofrecen los activos subyacentes y el flujo de fondos asociado." (Enfoque Derecho, 2019)	"La titulización lleva a cabo la movilización de activos que consiste en el agrupamiento de bienes presentes o futuros generadores de flujos, separados patrimonialmente y vinculados a un propósito especial; a partir del cual se emiten y colocan títulos, y cuyo flujo de caja constituirá la fuente de pago." (Chía & Meneses, 2014)	FLUJOS FUTUROS	PENSIONES	Importe de mensualidad por derecho de estudios.
				INFRAESTRUCTURA	CONSTRUCCIONES	Cantidad de colegios en construcción.
					COLEGIOS	Cantidad de locales a nivel nacional.

ANEXO N° 03

ENCUESTA

INSTRUCCIONES:

Al aplicar la siguiente encuesta, se busca recoger información importante para el tema de investigación “La titulización de los flujos futuros y su influencia en el crecimiento de un colegio peruano con presencia a nivel nacional, 2018 – 2019”. Por ello, se le pide que responda con una X a lado derecho a la alternativa que usted considere correcta. Se agradece su participación:

1. ¿Cree usted que la presente institución educativa ha crecido de 2018 a 2019?

- a. Si ()
- b. No ()
- c. Desconoce ()

2. ¿Considera usted que la titulización de flujos futuros es aceptable como fuente de financiamiento?

- a. Si ()
- b. No ()
- c. Desconoce ()

3. ¿Considera usted que la titulización de flujos futuros constituye una óptima fuente de financiamiento para la institución educativa?

- a. Si ()
- b. No ()
- c. Desconoce ()

4. ¿Cree usted que la institución educativa se encuentra en crecimiento acorde al mercado?

- a. Si ()
- b. No ()
- c. Desconoce ()

5. ¿Aprecia usted que los mercados financieros en el Perú son dinámicos?

- a. Si ()
- b. No ()
- c. Desconoce ()

6. ¿Cree usted que la titulización de flujos futuros proporciona liquidez inmediata para la institución?

- a. Si ()
- b. No ()
- c. Desconoce ()

7. ¿Considera usted que los préstamos tradicionales o convencionales a través de las entidades bancarias son más seguros que una titulización en el mercado financiero?

- a. Si ()
- b. No ()
- c. Desconoce ()

8. ¿Cree usted que el sistema financiero peruano se encuentra acorde a los cambios globales?

- a. Si ()
- b. No ()
- c. Desconoce ()

ANEXO N° 04
INFORME SOBRE EL PROGRAMA DE BONOS DE TITULIZACIÓN

La categoría de clasificación de riesgo asignada, también toma en cuenta factores adversos, como:

- La situación de creciente competencia existente en el sector educación en general, y sobre todo para el caso particular del sector privado.
- El importante plan de expansión en ejecución, que al incluir en un agresivo programa de inversiones, obliga a un incremento de la deuda.
- El incremento en los costos de adquisición de terrenos y en aquellos relacionados con construcción de nuevas sedes, que determina requerir de mayores recursos para el desarrollo futuro del negocio.
- El operar en un sector altamente regulado, sensible a la posibilidad de cambios en la legislación, pudiendo afectar al modelo de negocio establecido.
- El Plan de expansión en que se encuentra la empresa, no permite aún obtener ingresos suficientes para cubrir integralmente los gastos financieros. Debido a ello, en el caso de que no se pudiese seguir emitiendo deuda para respaldar la expansión, será necesario aportes de capital en el largo plazo, o ello cuando sea requerido.

Colegios Peruanos, nace como una iniciativa del Grupo Intercorp para prestar un servicio educativo escalable y de calidad accesible a nivel nacional. Por ello, a través de la adquisición de la operación original del Colegio San Felipe Neerí y en asociación con el Sr. Jorge Yzusqui, quien era gerente y promotor de dicho colegio, se inició la operación de Innova Schools. Al 31 de marzo del 2019, Colegios Peruanos S.A. cuenta con 54 colegios "Innova Schools" a nivel nacional, con un total de alrededor de 42 mil alumnos.

Durante el periodo 2012-2018 el nivel de ingresos se ha incrementado en 39.37% como promedio anual, proveniente de los ingresos generados por pensiones y matrículas.

En el periodo enero – marzo del 2019 se registraron ingresos por S/ 49.03 millones, gastos operativos por S/ 47.40 millones, y gastos financieros netos por S/ 11.68 millones, lo cual en el conjunto, genera pérdidas netas (S/ 11.65 millones).

Al 31 de marzo del 2019, Colegios Peruanos S.A. presenta un nivel de endeudamiento financiero, que alcanza 58.32% respecto al total de pasivos, conformados principalmente por: la Primera Emisión de Bonos de Titulización, la Segunda Emisión de Bonos de Titulización, la Tercera Emisión de Bonos de Titulización y algunas obligaciones con instituciones financieras.

Colegios Peruanos con la finalidad de reestructurar su deuda y el financiamiento de su plan de inversiones, está

constituyendo el Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos, con la Primera Emisión por hasta S/. 230 millones, con un plazo de 15 años, incluyendo 5 años de gracia.

El Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos estará conformado por bienes fideicometidos generados por 23 colegios, los cuales garantizarán el pago de los Bonos de Titulización.

La transferencia de los bienes fideicometidos proveniente de los colegios cedidos al Patrimonio en Fideicomiso Colegios Peruanos, permite aislar el riesgo de Colegios Peruanos como Originador, quedando la administración de los flujos y de los recursos del patrimonio, a cargo del Fiduciario del presente proceso, Intertítulos Sociedad Titulizadora, empresa con amplia experiencia en negocios financieros, lo que reduce el riesgo operativo del presente proceso de titulización.

Las garantías estarán reguladas por un Contrato Marco de Acreedores el cual busca regular las relaciones entre: los Bonistas del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos y el resto de futuros acreedores.

Colegios Peruanos S.A. efectuó la colocación de la Primera Emisión de Bonos de Titulización - Innova Schools en el primer bimestre del 2015, por un monto de S/ 66 millones a un plazo de 20 años. Esta emisión está respaldada por el flujo de cinco colegios con niveles de maduración, en promedio de 7 años, mientras que la Segunda Emisión de Bonos de Titulización está respaldada con el flujo de cuatro colegios, con un promedio de maduración de 6 años. La Segunda Emisión de Bonos de Titulización- Innova Schools considero un esquema similar de resguardos financieros, que la Primera Emisión, habiendo sido colocada en agosto del 2015 por S/ 50 millones. La Tercera Emisión de Bonos de Titulización- Innova Schools considero un esquema similar de resguardos financieros, que la Primera Emisión, habiendo sido colocada en agosto del 2017 por S/ 70 millones.

Perspectivas

La categoría de clasificación de riesgo otorgada a la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización Colegios Peruanos, presenta perspectivas estables, teniendo en consideración, la generación futura de ingresos de los colegios cedidos; el esquema definido para el proceso de titulización, la capacidad de cobertura de deuda proyectada, la situación financiera de Colegios Peruanos como Originador, así como, la participación de Intertítulos como Fiduciario y Banco Internacional del Perú (Interbank) y Credicorp Capital Servicios Financieros (CCSFSA) como Estructuradores.

Colegios Peruanos	Monto por emitir	Fecha de Emisión	Fecha de Vencimiento	Plazo	Tasa de Interés
Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos	Hasta por S/ 230'000,000	Por emitir	Por emitir	15 años	Por emitir

1. ESTRUCTURA DE TITULIZACIÓN

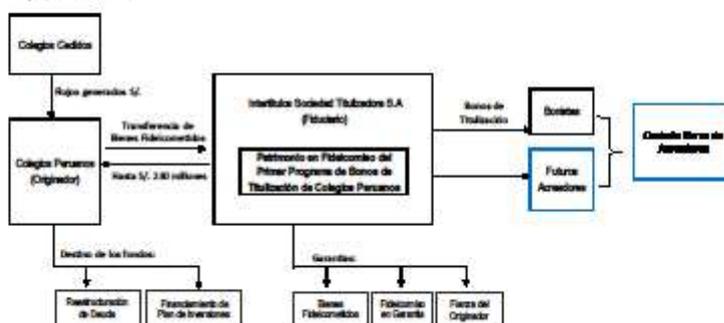
Colegios Peruanos S.A. se encuentra en proceso de estructuración de una colocación de valores en el mercado de capitales peruano, la que efectuará a través de la emisión de Bonos de Titulización respaldados por los flujos generados por los ingresos de 23 colegios ya seleccionados de acuerdo a la madurez del negocio en particular. Los fondos de dicha emisión serán destinados a reestructuración de deuda y a financiamiento de plan de inversiones. La Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos a colocarse en el tercer trimestre del ejercicio 2019 será por hasta S/. 230 millones, con un plazo de 15 años, incluyendo 5 años de gracia.

1.1. Características Generales de la Emisión

El Patrimonio en Fideicomiso denominado "Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos - Decreto Legislativo N° 861 - Título XI" (en adelante, "Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos") tiene como finalidad respaldar el pago de los intereses y del principal de los Bonos de Titulización emitidos en el marco del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos, de acuerdo a la estructura y a las características que se detallan a continuación:

"Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos"

Diagrama de la Transacción



- 1) Colegios Peruanos transferirá al Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos los derechos sobre los flujos dinerarios de 23 colegios que se encuentran en etapa de maduración y con un nivel de ocupación promedio de 89%, siendo unidades que generan flujos seguros y estables. Los colegios cedidos para respaldar la Primera Emisión son los ubicados en: Arequipa – Cerro Colorado; Arequipa – Sachaca; Chiclayo; Chorrillos – Horizontes; Chorrillos – Universo; Huancayo; Ica; San Miguel – La Paz 1 (este colegio solo transferirá flujos); San Miguel – La Paz 2; San Martín de Porres – Canta Callao (este colegio solo transferirá el inmueble); Trujillo – Golf; Villa El Salvador – Laderas; Pueblo Libre – Bertello (este colegio solo transferirá flujos); Ate – Santa María (este colegio solo transferirá flujos); San Juan Lurigancho – Anabiscoos (este colegio solo transferirá flujos); Surco – Ambrosio (este colegio solo transferirá flujos); Cusco – Laraja (este colegio solo transferirá flujos); Los Olivos – Santa Ana (este colegio solo transferirá flujos); Moquegua – Fundo El Gramadal (este colegio solo transferirá flujos); Callao – Lemos; Chaclacayo; Ate – Vitarte; San Juan de Lurigancho – Campoy; Chorrillos – La Campiña; Comas – Condorcanqui (este colegio solo transferirá el inmueble).
- 2) Con el respaldo del Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos, el "Fiduciario" (Interfidei Sociedad Tituladora S.A.), realizará la

Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos, por un monto de hasta S/ 230 millones, a un plazo de 15 años, incluyendo 5 años de gracia.

- 3) Los fondos adquiridos en la emisión de Bonos de Titulización serán transferidos a Colegios Peruanos, quien los destinará a: (i) amortizar parte de su deuda financiera; y (ii) a inversiones de capital.
- 4) El pago de las obligaciones estarán respaldadas y garantizadas por: (i) los Bienes Fideicometidos que son los derechos de cobro, los flujos dinerarios y todos los fondos que se acrediten; (ii) Fianza del Originador, por el pago total de las Obligaciones Garantizadas; y (iii) Fideicomiso en Garantía.

Las garantías estarán reguladas por un Contrato Marco de Acreedores el cual buscará regular las relaciones entre los Bonistas del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos y el resto de futuros acreedores.

2. FIDUCIARIO Y EMISOR

2.1. Datos Generales

El Fiduciario y Emisor en el presente Programa de Titulización es Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A. – Intertítulos, empresa subsidiaria de Interbank, constituida en 1999, que se ha consolidado como una de las más importantes entidades locales dedicadas a la estructuración y a la administración de fideicomisos en el mercado peruano. Además de la administración de fideicomisos de titulización, Intertítulos brinda a Interbank soporte operativo para la administración de diversos fideicomisos bancarios.

Intertítulos S.T. forma parte del Grupo Económico Intercomp en calidad de empresa subsidiaria de Interbank. Los principales negocios en los que opera el grupo Intercomp son los siguientes: (i) financiero, a través de Interbank e Inteligo Bank; (ii) seguros, a través de Interseguro; (iii) retail, a través de las tiendas por departamento Oechsle, las tiendas para el mejoramiento del hogar Promart, los supermercados Plaza Vea y Vivanda, la cadena de boticas Inkafarma, teniendo todos ellos como canal financiero a Financiera Oh!; (iv) educación, con los colegios Innova Schools, la Universidad Tecnológica del Perú-UTP y el Instituto Superior Tecnológico IDAT; y (v) inmobiliarios a través de los centros comerciales Real Plaza y otras empresas inmobiliarias.

2.2 Composición Accionaria

Accionistas	
Banco Internacional del Perú S.A.A.	100.00%
TOTAL	100.00%

2.3 Administración de la Empresa

Directorio	
Presidente:	Víctor Carcamo Palacios
Directores:	Zelma Acosta-Rubio Rodríguez Fernando Zavala Lombardi Michela Casassa Ramat Mauricio Yaya Silva
Administración	
Gerente General:	Daniel Kobayashi Yagi

2.4 Experiencia en Procesos de Titulización

Desde su creación Intertítulos ha participado en diversas operaciones de titulización de flujos futuros y, actualmente desarrolla entre otras, la administración de los Patrimonios en Fideicomiso Innova Schools, que respaldan los Bonos de Titulización emitidos.

Al 31 de diciembre del 2018, InterTítulos administra 17 patrimonios fideicomitidos de titulación por un total de S/ 13,466 millones, contando con un patrimonio superior al capital mínimo exigido (S/ 11.10 millones).

3. ORIGINADOR

En el presente proceso de Titulación, Colegios Peruanos S.A. ("Colegios Peruanos") actúa como "Originador" de los Flujos incorporados al Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulación de Colegios Peruanos.

Colegios Peruanos fue constituida en marzo del 2005, teniendo como principal objeto social dedicarse a la fundación, promoción, conducción y gestión de centros educativos de los distintos niveles, incluyendo, pero sin limitarse a colegios, academias e institutos superiores; cumplimiento de tareas de planeamiento, fomento, organización, promoción, instauración, desarrollo, construcción, equipamiento y demás asuntos pertinentes relativos al establecimiento y funcionamiento de centros educativos.

Colegios Peruanos nace como una iniciativa del Grupo Intercorp por prestar un servicio educativo escalable y de calidad accesible a nivel nacional, por lo que inicio actividades mediante la adquisición de las operaciones del Colegio San Felipe Neri que contaba con 3 locales en la ciudad de Lima. A partir de ello se han desarrollado los colegios Innova Schools, que buscan brindar educación de calidad basada en cuatro pilares: infraestructura, metodología, plana docente y formación de valores.

Al 31 de marzo del 2019, Colegios Peruanos cuenta con 54 locales a nivel nacional, 34 ubicados en Lima y 20 en provincias, contando con 42 mil alumnos. Actualmente opera en Lima y en las regiones de Ancash, Arequipa, Ica, Junín, La Libertad, Lambayeque, Piura, Tacna, Cusco, Huancayo, Moquegua, Pucallpa, San Martín, y en la Provincia Constitucional del Callao.

3.1. Propiedad

Colegios Peruanos forma parte del Grupo Intercorp a través de NG Education Holdings, contando al 31 de marzo del 2019, con un capital social de S/ 311.41 millones, representado por 31'141,042 acciones comunes íntegramente suscritas y pagadas cuyo valor nominal es de S/ 10.00 por acción.

Al 31 de marzo del 2019, la participación accionaria de Colegios Peruanos es la siguiente:

Accionistas	%
NG Education Holdings IV Corp.	45.65
NG Education Holdings Corp.	33.99
NG Education Holdings III Corp.	16.52
Otros	3.84
Total	100.00

3.2. Estructura administrativa

La conformación actual del Directorio de Colegios Peruanos está compuesto por personas con amplia experiencia tanto en el sector educación, como en el sector empresarial, habiendo sido definido en Junta General de Accionistas del 31 de marzo del 2015. A la fecha, la composición del Directorio es la siguiente:

Directorio	
Presidente:	Carlos Rodríguez- Pastor Persivale
Vicepresidente:	Jonathan Golergant Niego
Directores:	Julio César Luque Badenes León Trahtemberg Siederer Fernando Zavala Lombardi Juan Alberto Franco Regjo Hugo Santa María Guzmán

La administración de Colegios Peruanos cuenta con experiencia en el sector educación, así como en otros negocios relacionados con este rubro, lo que garantiza la adecuada continuidad de sus planes estratégicos. La actual composición de la Plana Gerencial, es la siguiente:

Plana Gerencial	
Gerente General:	Jorge Yzusqui Chessman
Gerente de Adm. y Finanzas:	Percy Rueda Oliva
Gerente Comercial:	María Eugenia Herrera
Gerente de Infraestructura y Soporte:	Jorge Carrión
Gerente de Gestión y Desarrollo Humano:	Ximena García Rodríguez
Gerente de Sistemas:	Rafael Herrera Chacón
Gerente PGE:	Paloma Linares Bamonde
Gerente de Compliance:	Renzo Valera Estrada
Gerente de Marketing:	Claudia Homa Galvéz
Directora Académico:	Carla Raffo Townsend
Directora de Gestión Educativa:	Jessyca Sampe Palomino
Director de Calidad Educativa:	Juan Carlos Saravia
Directora de Innovación:	Ana Teresa Angulo del Alamo
Gerente de Gestión y Experiencia PPF:	Aurelia Alvarado

Debido al modelo de negocio, de características escalables, Colegios Peruanos está estructurado para soportar el sistema educativo que opera, así como poder enfrentar y apoyar sus proyecciones.

La Gerencia de Gestión y Desarrollo Humano lleva a cabo en forma permanente programas de capacitación a todo nivel, lo que incluye, estudios de maestría, diplomados y cursos de especialización, en beneficio de todos sus colaboradores, como parte de su programa de retención de talentos.

3.3 Negocios

Colegios Peruanos S.A. es una empresa especializada que se dedica a: la fundación, la promoción, la conducción y la gestión de centros educativos en los distintos niveles, los que operan bajo el nombre de "Innova Schools".

Desde una perspectiva integral y moderna, Colegios Peruanos S.A. desarrolla su negocio a través de un modelo, que contempla 4 características:

1. Calidad educativa, basada en cuatro fundamentos:
 - (i) Infraestructura especialmente diseñada para un mejor aprendizaje.
 - (ii) Metodología innovadora que combina el aprendizaje individual y el grupal ("Blended Learning"). En educación inicial aplican una metodología basada en el juego, desarrollada en conjunto con el Early Childhood Center, de Berkeley University (California).

(iii) Plana docente capacitada constantemente para asegurar la mejor calidad en la educación, lo que incluye la posibilidad de desarrollar líneas de carrera en la institución.

(iv) Formación educativa en valores y en principios, contando con un programa de tutoría, que busca fomentar la mejor formación integral de los alumnos.

Colegios Peruanos S.A. culminó exitosamente su proceso de acreditación internacional con AdvancED para quince de sus colegios, obteniendo en todos, puntajes por encima del promedio, y siendo la única red de escuelas con esta acreditación en el Perú. AdvancED es la comunidad de profesionales en educación más grande del mundo, teniendo como objetivo definir sistemas de gestión de calidad estándares en instituciones de educación básica.

2. **Accesibilidad**, ofreciendo pensiones promedio adecuadas para su público objetivo (sectores B y C), con mínima variabilidad de acuerdo a la ubicación de cada colegio.
3. **Escalabilidad**, mediante el desarrollo de una estructura física y operativa fácilmente replicable de acuerdo a ciertas condiciones (demanda y ubicación).
4. **Autosostenible**, debido a las características del modelo (rentabilidad) y a resultados operativos favorables, se ha registrado una evolución financiera positiva, sentando bases para el desarrollo en los próximos años.

Colegios Peruanos busca aprovechar las oportunidades existentes en el sector de educación escolar, generadas por el relativamente bajo nivel actual de educación en el Perú, y a los considerables montos de gasto que las familias de los sectores B y C destinan para la educación de sus hijos. A ellos, Colegios Peruanos direcciona el crecimiento de su negocio, ofreciendo una educación de calidad, con una pensión accesible establecida, por zona geográfica.

Al 31 de marzo del 2019, Colegios Peruanos cuenta con 54 colegios de los cuales 34 están ubicados en Lima y 20 en provincias:

Provincia	Nº Colegios
Lima	34
Callao	2
Ica	1
Chincha	1
Arequipa	3
Tacna	1
Piura	2
Chiclayo	1
Chimbote	1
Huancayo	1
Cusco	2
Trujillo	2
Tarapoto	1
Pucallpa	1
Moquegua	1
Total	54

Los locales cuentan con infraestructura estandarizada en tres formatos: terreno pequeño (capacidad de 500 a 1,000 alumnos), terreno mediano (capacidad 1,000 a 1,400 alumnos), y terreno grande (capacidad de 1,400 a 1,600 alumnos). Al 31 de marzo del 2019, Colegios Peruanos S.A. cuenta con 42 mil alumnos y con más de 2,020 docentes.

Para el año 2020, se tiene proyectado contar con ubicaciones adicionales, para lo cual se dispone del apoyo de InRetail Real Estate (empresa inmobiliaria del Grupo Intercorp), para la adquisición

y la ubicación de terrenos. Adicionalmente, se apoya en otras empresas del Grupo para la identificación de terrenos para construcción y desarrollo de estudios de mercado.

3.4 Situación Financiera

3.5.1. Resultados, Rentabilidad y Eficiencia

Los ingresos de Colegios Peruanos S.A. presentan tendencia creciente a raíz del incremento permanente en el número de colegios en operación en Lima y Provincias. En el periodo 2013-2018, ha registrado un crecimiento promedio anual de 39.37%.

En el primer trimestre del ejercicio 2019, la empresa registró ingresos netos por S/ 49.03 millones, lo que representó un aumento de 22.05%, respecto a lo registrado durante el mismo periodo del 2018 (S/ 40.17 millones), explicado por el inicio de operaciones de cinco colegios (54 colegios a marzo del 2019 vs. 49 colegios a marzo del 2018), explicando con ello, el incremento de alumnos (42 mil a marzo del 2019 vs. 36 mil a marzo del 2018).

En el primer trimestre del ejercicio 2019, los gastos de administración y ventas aumentaron 20.62% respecto al mismo periodo del 2018 (pasando de S/ 39.30 millones a S/ 47.40 millones), explicados principalmente por el incremento de cargas de personal para atender a una mayor cantidad de alumnos y colegios, de depreciación por mayores activos fijos, y la aplicación de la NIIF 16 – Arrendamientos que incrementa el gasto en S/ 22 millones.

En el primer trimestre del ejercicio 2019, ha generado una ganancia operacional de S/ 1.63 millones, superior a la registrada durante el mismo periodo del 2018 (S/ 874 mil). Colegios Peruanos S.A., generó un EBITDA de S/ 10.28 millones, mayor al registrado en el mismo periodo del 2018 (S/ 5.83 millones).

Los gastos financieros netos del primer trimestre del ejercicio 2019 fueron de S/ 11.68 millones, con un incremento de 72.21% respecto a lo del registrado en el ejercicio 2018 (S/ 6.78 millones), debido a los mayores gastos por intereses de financiamiento debido al incremento en obligaciones financieras.

En el primer trimestre del ejercicio 2019, Colegios Peruanos generó una ganancia por diferencia de cambio de S/ 569 mil, mientras que en el mismo periodo del 2018 se registró una ganancia por diferencia de cambio de S/ 466 mil, debido a la particular composición de activos y de pasivos en moneda extranjera que mantiene la compañía.

En el primer trimestre del ejercicio 2019 Colegios Peruanos, registró una pérdida de S/ 11.65 millones, mientras que el primer trimestre del ejercicio 2018 generó una pérdida de S/ 5.86 millones, explicada principalmente por el incremento en los gastos operativos y en la carga financiera en el periodo analizado.

3.5.2. Endeudamiento patrimonial y estructura financiera

Colegios Peruanos registró al 31 de marzo del 2019, activos totales por S/ 1,034.41 millones, ligeramente superior a lo registrados a diciembre del 2018 (S/ 1,033.59 millones).

Al 31 de marzo del 2019, los activos de la empresa estuvieron conformados principalmente por:

- (i) Efectivo y equivalente de efectivo por S/ 14.71 millones, que incluye depósitos corrientes. La empresa mantiene sus cuentas corrientes en bancos locales y están denominadas en soles y en dólares estadounidenses, estos fondos son de libre disponibilidad y no generan intereses.

- (ii) Cuenta recaudadoras de patrimonio en fideicomiso, que asciende a S/ 26.37 millones (S/ 31.17 millones a diciembre del 2018), correspondiendo a los montos canalizados de la Primera, Segunda y Tercera Emisión de Bonos de Titulización, y a las Cuentas Reservas de los distintos financiamientos.
- (iii) Cuentas por cobrar, que asciende a S/ 15.37 millones (S/ 14.05 millones en el ejercicio 2018), que corresponden principalmente a cuentas por cobrar por derechos de enseñanza de una mayor base de alumnos (+16.67% respecto a diciembre del 2018), debido a que por las características de estacionalidad del negocio de educación básica, estas son cobradas gradualmente durante el ejercicio, hasta el 28 de febrero del siguiente año (fecha de inicio del año escolar).
- (iv) Cuentas por cobrar a accionistas, que asciende a S/ 5.69 millones mostrando un incremento 93.37% respecto a diciembre del 2018 (S/ 2.94 millones), generado por el convenio que mantiene la empresa y la Asociación Civil Perú Champs, a través del cual, la Asociación financia la educación, en la red de colegios de la empresa, de niños de bajos recursos para contribuir con la formación integral de estos estudiantes.
- (v) Gastos pagados por anticipado, que ascienden a S/ 4.26 millones (-25.87% respecto a diciembre del 2018), que corresponden principalmente a: impuesto a la renta de tercera categoría, alquileres pagados por adelantado, e impuesto temporal a los activos netos (ITAN).
- (vi) Activos Fijos que ascienden a S/ 724.30 millones (+1.99% respecto a diciembre del 2018), explicados principalmente por: implementación de nuevas sedes; construcciones y ampliaciones de nuevas sedes; y nuevos equipos.

Principales indicadores financieros

	Miles de Soles			
	2016	2017	2018	Mar. 2019
Ventas netas	128,514	166,912	214,651	49,026
Gastos Operativos	-122,619	-153,234	-184,078	-47,398
Resultado operacional	5,895	13,678	30,573	1,628
Depreciación y amortización	18,767	25,386	24,553	8,648
Gastos financieros	20,436	24,524	30,452	11,681
Resultado no operacional	-21,232	-23,825	-32,033	-11,112
Utilidad neta	-15,554	-11,384	-2,992	-11,648
Total Activos	555,259	717,912	1,033,591	1,034,407
Disponibles	24,938	63,594	54,521	41,081
Cuentas por Cobrar	4,347	7,065	14,050	15,365
Activo Fijo	510,445	614,518	710,173	724,302
Activos por arrendamientos	0	0	232,268	230,022
Total Pasivos	292,655	364,615	679,349	691,814
Deuda Financiera	247,603	312,766	386,697	403,496
Pasivos por arrendamientos	0	0	232,268	232,440
Patrimonio	262,604	353,297	354,242	342,593
Result. Operacional / Ventas	4.60%	8.22%	14.29%	3.35%
Utilidad Neta / Ventas	-12.14%	-6.79%	-1.40%	-24.00%
Flujo depurado / Activos Prom.	4.55%	6.00%	5.94%	4.64%
Rentabilidad Patrimonial Prom.	-5.92%	-3.20%	-0.84%	-3.40%
Liquidez corriente	0.86	1.74	0.57	0.44
Liquidez ácido	0.71	1.64	0.53	0.41
Pasivos / Patrimonio	1.11	1.03	1.92	2.02
Deuda Financiera / Patrimonio	0.94	0.89	1.09	1.18
% de Deuda de corto plazo	2.6%	4.0%	24.2%	28.7%
EBITDA				
EBITDA (últimos 12 meses)	24,662	39,064	55,125	59,570
Deuda Financiera / EBITDA (últimos 12 meses)	10.04	8.01	7.01	6.77
EBITDA (U12M) / Gastos financieros (U12M)	1.20	1.55	1.80	1.68

(vii) Intangibles que ascienden a S/ 9.76 millones (+0.93% respecto a diciembre del 2018), que corresponden a: software y licencias; proyectos SEA, que son las pruebas estandarizadas para la medición del avance educativo de los alumnos en determinadas competencias; y proyecto TRC, que es la plataforma virtual de unidades de aprendizaje y de recursos para profesores.

(viii) Activos por arrendamiento, que ascienden a S/ 230.02 millones, los que corresponden a la aplicación de la NIIF 16 – Arrendamientos, en la que se realiza el reconocimiento de casi todos los arrendamientos.

Al 31 de marzo del 2019, los pasivos totales fueron superiores respecto a lo registrado, a diciembre del 2018 (S/ 691.81 millones vs. S/ 679.35 millones), explicados principalmente por mayores obligaciones generadas por una nueva deuda con Interfondos SAFM S.A. (deuda a corto plazo, utilizado para financiamiento de inversión como puente para emisión de bonos).

El saldo de la deuda financiera de la empresa al 31 de marzo del 2019 fue de S/ 403.50 millones (+4.34%, respecto a diciembre del 2018), conformada por obligaciones financieras originadas por: la Primera Emisión de Bonos de Titulización Innova Schools por S/ 63.69 millones, la Segunda Emisión de Bonos de Titulización Innova Schools por S/ 48.73 millones (colocada en agosto del 2015), y la Tercera Emisión de Bonos de Titulización Innova Schools por S/ 69.39 millones (colocada en agosto del 2017), que representan conjuntamente 45.06% del total de la deuda financiera. A esto se agrega deuda con bancos por S/ 221.69 millones.

El patrimonio de la empresa ascendió a S/ 342.59 millones a marzo del 2019, lo que significó una contracción de 3.29%, respecto a diciembre del 2018 (S/ 354.24 millones), debido a los resultados del ejercicio en el primer trimestre del 2019.

Al 31 de marzo del 2019, Colegios Peruanos registra un ratio de endeudamiento (Pasivos/Patrimonio) de 2.02 veces, el cual se presenta superior al registrado a diciembre del 2018 (1.92 veces).

4. SECTOR EDUCACIÓN

El Sistema Educativo Peruano está bajo la jurisdicción del Ministerio de Educación, el cual se encarga de: formular, implementar y supervisar la política nacional de educación, así como de registrar todas las actividades educativas realizadas dentro del territorio nacional, desarrolladas por personas jurídicas o naturales, públicas o privadas.

La Ley General de Educación N° 28044 establece que el Estado Peruano reconoce, ayuda, supervisa y regula la educación privada con respeto a principios constitucionales, ya que la iniciativa privada contribuye a la ampliación de: la cobertura, la innovación, la calidad y financiamiento de los servicios educativos. La Ley define a las instituciones educativas privadas como instituciones con personería jurídica de derecho privado, creadas por iniciativa de personas naturales o jurídicas, autorizadas por las instancias descentralizadas del sector educación (UGEL - Unidades de Gestión Educativa Local).

Las instituciones de educación privada podrán: constituir y definir su régimen legal de acuerdo a las normas vigentes; organizar y conducir su gestión administrativa y económico-financiera estableciendo sus regímenes (económico, de pensiones y de personal docente y administrativo); participar en la medición de la calidad de la educación de acuerdo a los criterios establecidos por el Instituto de Evaluación, Acreditación y Certificación de la Calidad Educativa; y garantizar la participación de los padres de los alumnos a través de la Asociación de Padres de Familia, e individualmente, en el proceso educativo de sus hijos. Adicionalmente, pueden contribuir a la educación pública con recursos, instalaciones y equipos, así como con el intercambio de experiencias de innovación.

Para el año 2018, el Congreso de la República aprobó un presupuesto en el Sector Educación por S/ 27,430 millones, representando 17.5% del presupuesto público del ejercicio 2018. Estos recursos han tenido como objetivos principales: fortalecer las capacidades de los docentes y directores a través de capacitaciones, mejorar la calidad de los aprendizajes y la infraestructura educativa, y consolidar la educación superior.

En los últimos años, el sector privado ha invertido casi el doble de lo que el Estado ha destinado como presupuesto para este sector, lo que ha permitido incrementar la participación de las instituciones privadas en el mercado. La oferta educativa en el Perú consiste en más de 66 mil centros educativos entre públicos y privado, siendo el departamento de Lima el que cuenta con mayor número de alumnos matriculados (1.98 millones), de los cuales 49% está matriculado en instituciones privadas, a consecuencia de la creciente demanda por educación privada, por los niveles de pensiones que estos ofrecen, siendo cada vez más competitivos.

El 35% de la población peruana pertenece a los niveles socio económico B y C, siendo los sectores que presentan mayor demanda por instituciones privadas por lo que se proyecta un incremento en el mercado de centros educativos dirigidos para estos sectores, para lo que se necesita brindar una educación de calidad y a precios accesibles.

5. PATRIMONIO FIDEICOMETIDO

“Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos”

5.1. Bienes Fideicometidos

El Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos estará conformado por los bienes fideicometidos que el Originador transferirá a favor del Fiduciario.

Los bienes fideicometidos estarán conformados por: (i) los derechos de cobro, presentes y futuros para exigir, demandar y/o recibir el pago de pensiones de los colegios cedidos, así como cualquier otra suma de dinero provenientes de matrículas, derechos por la obtención de certificados y/o constancias de estudios, actividades curriculares o extracurriculares no incluidas dentro de las pensiones y cualquier otra actividad o servicio relacionados a los Colegios Peruanos; (ii) los flujos dinerarios provenientes de los derechos de cobro, incluyendo intereses y demás ingresos que pudiesen generarse de los mismos; y (iii) todos los fondos que se acrediten en las Cuentas del Fideicomiso.

Los flujos dinerarios que serán transferidos al Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos y con cargo a los cuales se pagarán los Bonos de Titulización correspondientes en dicho programa, serán provenientes de 23 colegios.

Los colegios cedidos para respaldar esta emisión son:

1. **Sede Arequipa - Cerro Colorado:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2016. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 1.20 millones, contando con una ocupación promedio de 89%.
2. **Sede Arequipa - Sachaca:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2018. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado por S/ 336.96 mil, contando con una ocupación promedio de 66%.
3. **Sede Chiclayo:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2014. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 889.29 mil, contando con una ocupación promedio de 89%.
4. **Sede Ate - Vitarte:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2013. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 1.09 millones, contando con una ocupación promedio de 95%.

5. **Sede Ato - Santa María:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2017. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 207.15 mil, contando con una ocupación promedio de 68%.
6. **Sede Callao - Lemos:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2018. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 770.62 mil, contando con una ocupación promedio de 91%.
7. **Sede Chacacayo:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2012. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 560.15 mil, contando con una ocupación promedio de 75%.
8. **Sede Chorrillos - Horizontes:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2017. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 610.48 mil, contando con una ocupación promedio de 80%.
9. **Sede Chorrillos - La Campiña:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2014. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 1.40 millones, contando con una ocupación promedio de 89%.
10. **Sede Chorrillos - Univera:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2016. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 883.29 mil, contando con una ocupación promedio de 86%.
11. **Sede Cusco - Larapa:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2018. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 1.01 millones, contando con una ocupación promedio de 86%.
12. **Sede Huancayo:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2016. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 890.53 mil, contando con una ocupación promedio de 86%.
13. **Sede Ica:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2015. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 661.95 mil, contando con una ocupación promedio de 82%.
14. **Sede Los Olivos - Santa Ana:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2018. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 844.12 mil, contando con una ocupación promedio de 92%.
15. **Sede Moquegua - Fundo El Gramadal:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2019. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 392.68 mil, contando con una ocupación promedio de 76%.
16. **Sede Pueblo Libre - Bertello:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2016. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 1.71 millones, contando con una ocupación promedio de 96%.
17. **Sede San Miguel - La Paz 1:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2017. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 999.80 mil, contando con una ocupación promedio de 93%.
18. **Sede San Miguel - La Paz 2:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2016. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 351.61 mil, contando con una ocupación promedio de 88%.
19. **Sede San Juan de Lurigancho - Campoy:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2013. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 1.04 millones, contando con una ocupación promedio de 88%.

20. **Sede San Juan de Lurigancho – Arabíacos:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2017. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 1.23 millones, contando con una ocupación promedio de 95%.
21. **Sede Surco - Ambrosio:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2017. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 1.50 millones, contando con una ocupación promedio de 100%.
22. **Sede Trujillo - Golf:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2016. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 887.38 mil, contando con una ocupación promedio de 94%.
23. **Sede Villa El Salvador - Laderas:** Colegio que inició sus operaciones en el año 2010. Al 31 de marzo del 2019, ha registrado ingresos por S/ 648.26 mil, contando con una ocupación promedio de 99%.

5.2. Garantías

El Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos está garantizada por:

- (i) Bienes Fideicometidos, conformados a partir de la transferencia de flujos de 23 colegios.
- (ii) El Fideicomiso de Garantía de 17 colegios.
- (iii) La Fianza del Originador, con el carácter de irrevocable, incondicional y de realización automática, en donde el Originador constituye una fianza solidaria a fin de garantizar el pago total de las obligaciones garantizadas, hasta que se efectúe el pago total de todas y cada una de las Obligaciones Garantizadas. El monto de la Fianza del Originador será equivalente a 100% del monto de las obligaciones garantizadas, no pudiendo exceder en algún caso o circunstancia de dicho monto.

5.3. Cuentas del Fideicomiso

Se han definido diversas cuentas que serán abiertas por el Fiduciario en Soles para el manejo de los recursos del Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos. Los Flujos Dinerarios que serán incorporados al Patrimonio en Fideicomiso son depositados diariamente en las Cuentas Recaudadoras, a partir de la cual se transfieren los recursos a las distintas cuentas que son cubiertas bajo un esquema de "cascada".

Las siguientes cuentas forman parte del Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos:

- **Cuenta Recolectora:** Es la cuenta dineraria abierta por el Fiduciario para canalizar los flujos dinerarios pagados por los padres de familia. Luego de la emisión, los fondos acreditados en la Cuenta Recolectora, son aplicados a cubrir los gastos y los costos que se generan como consecuencia de: constitución, administración y defensa del Patrimonio en Fideicomiso del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos.
- **Cuenta Pagadora:** Es la cuenta dineraria abierta por el Fiduciario para efecto de la Emisión a la que se deberá transferir en cada fecha de corte, el importe equivalente al servicio de deuda correspondiente al periodo de pago inmediato siguiente de la Emisión, con cargo a los recursos abonados en la cuenta recolectora.

En esta cuenta se debe acreditar semanalmente el monto de acumulación equivalente a 1/20 del servicio de deuda, lo que se reportará en forma semestral. Si los montos acreditados en la Cuenta Recolectora no fueran suficientes para cubrir el Monto de Acumulación en la fecha

de corte, el Fiduciario procederá a transferir el íntegro de los fondos de la Cuenta Recolectora a la Cuenta Pagadora hasta acreditar en la fecha de corte inmediata, la diferencia pendiente en la Cuenta Pagadora.

Adicionalmente, si dentro de los diez días hábiles anteriores a la fecha de vencimiento, los fondos acumulados en la Cuenta Pagadora no alcanzan a cubrir el monto de las cuotas, el Fiduciario deberá requerir a Colegios Peruanos para que cumpla con depositar en la Cuenta Pagadora el monto que resulte suficiente para cubrir la cuota correspondiente. El Originador deberá depositar el monto de los recursos faltantes a más tardar tres días hábiles anteriores a la fecha de vencimiento.

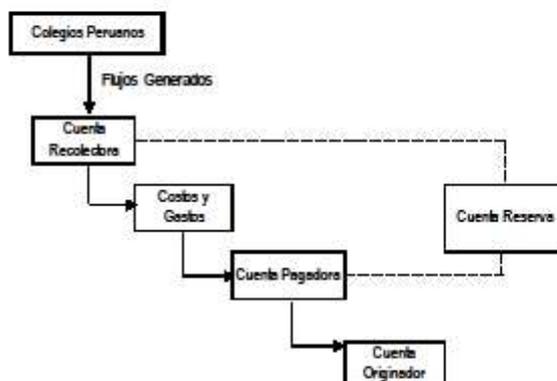
En caso Colegios Peruanos no hubiera cumplido con depositar los Recursos Faltantes en la Cuenta Pagadora y no se hubieran acreditado nuevos ingresos en la Cuenta Recolectora, el Fiduciario procederá a transferir de la Cuenta Reserva a la Cuenta Pagadora los fondos necesarios para completar la cuota correspondiente a dicha fecha de vencimiento, considerándose como un evento de incumplimiento de Colegios Peruanos.

- Cuenta Reserva: Es la cuenta dineraria abierta por el Fiduciario, en la cual se debe acreditar el Monto Reserva, equivalente al Servicio de Deuda próximo a vencer de acuerdo con el cronograma de pago del capital e intereses.

En caso el Monto Reserva haya disminuido como consecuencia de la transferencia para completar la cuota correspondiente pendiente de pago, el Fiduciario transferirá de la Cuenta Recolectora a la Cuenta Reserva los montos necesarios para completar el Monto Reserva.

- Cuenta Originador: Es la cuenta abierta por el Originador y en la que se deposita el remanente de los flujos dinerarios para ser devueltos a Colegios Peruanos para sus operaciones propias.

Esquema de Cascada



5.4. Coberturas Requeridas

Durante la vigencia del Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos, se deben cumplir los siguientes ratios de cobertura:

▪ **A nivel del originador:**

$$(1) \text{ Ratio de cobertura de deuda} = \frac{\text{EBITDA} - (\text{Impuestos} + \text{dividendos})}{\text{Amortización} + \text{Intereses}}$$

Debe ser:

- ◆ Mayor a 1.1 veces hasta el tercer trimestre del año 2021.
- ◆ Mayor a 1.2 veces desde el último trimestre del año 2021.
- ◆ Mayor a 1.3 veces desde el último trimestre del año 2022.
- ◆ Mayor a 1.4 veces desde el último trimestre del año 2023.
- ◆ Mayor a 1.5 veces desde el último trimestre del año 2024 en adelante.

$$(2) \text{ Ratio de endeudamiento} = \frac{\text{Deuda Financiera}}{\text{EBITDA}}$$

Debe ser:

- ◆ Menor a 7.5 veces hasta el tercer trimestre del año 2020.
- ◆ Menor a 7.0 veces desde el último trimestre del ejercicio 2020.
- ◆ Menor a 6.0 veces desde el último trimestre del ejercicio 2021.
- ◆ Menor a 5.0 veces desde el último trimestre del ejercicio 2022.
- ◆ Menor a 4.0 veces desde el último trimestre del ejercicio 2023.
- ◆ Menor a 3.5 veces desde el último trimestre del ejercicio 2024 en adelante.

▪ **A nivel de Patrimonio Fideicometido del Fideicomiso de Titulización:**

$$(1) \text{ Ratio de cobertura de bonos} = \frac{\text{Flujos Dinerarios de colegios cedidos (últimos doce meses)}}{\text{Servicio de Deuda (últimos doce meses)}}$$

Debe ser:

- ◆ Mayor o igual a 3.0 veces, a medirse a partir del tercer trimestre del ejercicio 2019.

Siendo:

Flujos Dinerarios	Son la totalidad de las sumas de dinero provenientes de los Derechos de Cobro, incluyendo los intereses y demás ingresos que pudiesen generarse de los mismos.
EBITDA ^V	Utilidad Operativa + Depreciación + Amortización – Gasto de Alquileres
Amortización	Monto pagado en los últimos doce meses por concepto de amortización de la Deuda Financiera a largo plazo de Colegios Peruanos y sus subsidiarias.
Intereses	Monto pagado en los últimos doce meses por concepto de intereses de la Deuda Financiera de Colegios Peruanos y sus subsidiarias.
Deuda Financiera ^V	Deuda que devengue intereses a cargo de Colegios Peruanos, incluyendo la deuda frente a entidades del sistema financiero, con excepción de las deudas derivadas de los leasing operativos o contratos de renting, o financiamientos subordinados otorgados a Colegios Peruanos.
Servicio de Deuda	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Durante el periodo de gracia, es la suma equivalente al cupón a ser pagado por el Fiduciario. ◆ Una vez transcurrido el periodo de gracia, es la suma de amortización del capital de los bonos titulizados más el cupón a ser pagado por el Fiduciario.

^V No está afecto a los cambios de la NIF 15

$$(2) \text{ Ratio de Cobertura de Garantías} = \text{Loan to Value (LTV)} = \frac{\text{Capital de Deuda pendiente de pago}}{\text{Valor Comercial de los Inmuebles} + \text{Cuenta Reserva}}$$

Debe ser:

- Menor o igual a 1.00 veces.

En caso que el ratio de LTV sea mayor de 1.00 veces durante la vigencia de la Primera Emisión, el Fiduciario notificará al Originador, quien en un plazo de 15 días hábiles deberá: (i) transferir en dominio del Fideicomiso un activo inmobiliario; y (ii) efectuar un aporte dinerario en dominio fiduciario a la Cuenta Reserva (el cual podrá ser revertido y devueltos los fondos respectivos al Originador una vez que se restituido el cumplimiento del ratio).

5.5. Liberación y restitución de Colegios Cedidos

El Fiduciario se encontrará obligado a liberar y restituir uno o más de los Derechos de Cobro y Flujos Dinerarios que forman parte del Patrimonio Fideicometido si ello fuera requerido por el Agente de Garantías en cumplimiento del Contrato Marco entre Acreedores.

Colegios Peruanos podrá solicitar que se liberen y restituyan a su favor: (i) ciertos Derechos de Cobro y Flujos Dinerarios transferidos en dominio fiduciario al Fideicomiso de Titulización; y (ii) ciertos inmuebles y bienes muebles transferidos en dominio fiduciario al Fideicomiso en Garantía.

Para solicitar la liberación y restitución, el Originador deberá encontrarse en cumplimiento de todas sus obligaciones bajo los documentos de la emisión; no deberá haberse producido un incumplimiento o un evento de incumplimiento; se deberá seguir el procedimiento establecido en el Acto Constitutivo; y se debería cumplir con las siguientes restricciones financieras:

- El Ratio de Cobertura de Bonos de Titulización deberá ser mayor o igual a 4.0 veces, considerando para el cálculo los Flujos Dinerario de todos los Colegios Cedidos, y mayor o igual a 3.0 veces sin considerar para el cálculo los Flujos Dinerarios del Colegio Cedido que pretende ser liberado.
- El LTV deberá mantenerse en el mínimo nivel exigido sin considerar para el cálculo el valor del inmueble que pretende ser liberado.

En caso el Fiduciario verifique que solo se cumple con el Ratio de Cobertura de Bonos Titulizados pero no con el LTV, se procederá a liberar y restituir los Derechos de Cobro y Flujos Dinerarios del Colegio Cedido adicional solo del Patrimonio Fideicometido, pero no el Inmueble (Fideicomiso en Garantía). Dicho Inmueble podrá ser liberado cuando el Fiduciario verifique que se cumple con el Ratio de Cobertura de Garantías (LTV).

En ningún caso se podrá determinar o implicar que, como consecuencia de la liberación se genere un deterioro o una reducción en alguna de las clasificaciones asignadas a cada una de las emisiones realizadas bajo el Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos. Por lo que ello deberá ser determinado mediante una opinión previa y escrita de las clasificadoras confirmando que la clasificación previamente otorgada a las emisiones de los Bonos de Titulización bajo el Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos, se mantendrán incluso luego de realizada la liberación y restitución.

6. ANÁLISIS DE LOS BIENES FIDEICOMETIDOS

La estructura del presente Patrimonio en Fideicomiso correspondiente al Primer Programa de Bonos de Titulación de Colegios Peruanos está compuesto por los bienes fideicometidos que Colegios Peruanos ha transferido de manera irrevocable en dominio fiduciario, en tanto se encuentren vigentes o en circulación los Bonos de Titulación.

Estos 23 colegios han registrado ingresos por S/ 21.07 millones durante el periodo enero –marzo del 2019, lo que considera los ingresos provenientes de exámenes de admisión, cuotas de ingreso, pensiones, entre otros. Para los próximos 15 años se proyecta una tendencia de crecimiento anual en los ingresos de 7.42%.

Los egresos registrados por estos 23 colegios durante el periodo enero –marzo del 2019 son de S/ 15.61 millones, conformados por gastos de personal, de servicios públicos y mantenimiento, entre otros.

Considerando como monto de deuda la obligación de la Primera Emisión del Primer Programa de Bonos de Titulación de Colegios Peruanos por S/ 230 millones y debido a que esta Primera Emisión considera 5 años de gracia, lo que incluirá el año 2019, el año 2020, el año 2021, el año 2021, el año 2022, el año 2023 y el primer semestre del ejercicio 2024, contemplando solo el pago de intereses el ratio de cobertura de bonos (flujos dinerarios/servicios de deuda) sería de 11.8 veces al cierre del ejercicio 2019.

Para los próximos 4 años (2019-2023), los flujos de los 23 colegios estiman un crecimiento anual de 15.55% en los ingresos. A partir del quinto año, es decir el segundo semestre del año 2024, se debe amortizar la deuda junto con intereses, determinando que el ratio de cobertura de bonos (flujos dinerarios/servicios de deuda) sea de 7.0 veces al año 2024.

Año	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Flujos Totales (S/ miles)	104,380	127,321	151,888	172,494	198,324	228,588	261,914	291,888	340,688	399,348	462,888	529,888	601,488	688,788	794,488	919,888
Servicio de Deuda (S/ miles)	8,280	14,428	16,488	18,488	19,428	20,888	22,888	24,388	26,348	28,820	31,888	34,888	38,388	42,348	47,348	53,888
Ratio de Cobertura de Bonos	11.8	7.0	8.2	9.4	10.5	7.0	5.5	6.1	6.6	7.3	8.0	8.8	9.7	10.8	12.0	26.5

DETALLE DEL INSTRUMENTO CLASIFICADO

Denominación:	Primer Programa de Bonos de Titulización de Colegios Peruanos
Fiduciario y Emisor	Intertítulos Sociedad Tituladora S.A.
Originador:	Colegios Peruanos S.A.
Instrumento:	Bonos de Titulización.
Moneda:	Soles o dólares.
Monto del Programa:	S/ 1'000,000,000 o su equivalente en dólares.
Primera Emisión	Hasta por S/ 230'000,000.
Plazo del Programa	Seis años contados, a partir de la fecha de su inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV o el plazo máximo permitido conforme a las Leyes Aplicables.
Plazo de la Emisión:	Quince años contados, incluyendo 5 años de gracia en el pago de amortizaciones.
Pago del Principal:	Se realizará en 20 pagos iguales a partir del décimo primer semestre vencido desde la Fecha de Emisión hasta la Fecha de Redención de los Bonos.
Pago de Intereses:	Semestral.
Valor nominal:	El Valor nominal de cada Bono será de S/ 1,000.
Clase:	Valores mobiliarios nominativos, indivisibles, y estarán depositados por anotaciones en cuenta en el Registro Contable de CAVALI.
Tipo de oferta:	Oferta pública dirigida exclusivamente al segmento del mercado constituido por los Inversionistas Institucionales con sujeción al Reglamento de la Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.
Precio de Colocación:	Los Bonos de Titulización se colocarán a la par.
Garantías:	El Fideicomiso en Garantía, el Patrimonio Fideicometido constituido en virtud del presente Contrato Marco de Acreedores, y la Fianza del Originador.
Destino de los recursos:	Los recursos serán utilizados para (i) realizar inversiones de capital, y (ii) financiar la reestructuración de pasivos financieros del Originador.
Agente Colocador:	Creficorp Capital Sociedad Agente de Bolsa S.A. e Inteligo Sociedad Agente de Bolsa S.A.
Entidad Estructuradora:	Creficorp Capital Servicios Financieros S.A. Banco Internacional del Perú S.A.A. - Interbank
Ventajas Tributarias:	De conformidad con la Ley del Impuesto a la Renta (D.S. 179-2004-EF y sus modificatorias), los intereses y ganancias de capital provenientes de instrumentos emitidos hasta el 10 de marzo del 2007, están inafectos al impuesto a la renta. Los intereses y las ganancias de capital provenientes de bonos y papeles comerciales emitidos a partir del 11 de marzo del 2007, están gravados con el Impuesto a la Renta a partir del 1 de enero del 2010. La tasa de impuesto a la renta a aplicar varía dependiendo de la condición del contribuyente (persona natural o persona jurídica), y si está domiciliada o no en el país.

Simbología

Instrumentos de Deuda de Largo Plazo

Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo indicadas, Class & Asociados S.A. Clasificadora de Riesgo utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativa.

Principales fuentes de información

- Colegios Peruanos S.A.
- Interítulos Sociedad Titulizadora S.A.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP - SBS
- Superintendencia del Mercado de Valores - SMV
- Banco Central de Reserva del Perú - BCRP
- Instituto Nacional de Estadística e Informática - INEI

La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor.

La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora.

ANEXO N° 05
ESTADOS FINANCIEROS 2018 – 2019

Estado de situación financiera

Al 31 de diciembre de 2019 y de 2018

	2019 S/(000)	2018 S/(000)
Activo		
Activo corriente		
Efectivo y equivalente de efectivo	4,029	23,356
Fondos restringidos	41,319	31,165
Pensiones por cobrar, neto	19,316	14,050
Cuentas por cobrar a relacionadas	6,489	3,963
Otras cuentas por cobrar, neto	5,172	4,959
Impuestos pagados por anticipado	4,923	3,984
Total activo corriente	<u>81,248</u>	<u>81,477</u>
Inmuebles, mobiliario y equipo, neto	834,190	710,173
Activo por derecho de uso, neto	167,323	-
Activos intangibles, neto	<u>12,744</u>	<u>9,673</u>
Total activo	<u>1,095,505</u>	<u>801,323</u>
Pasivo y patrimonio neto		
Pasivo corriente		
Tributos por pagar	2,657	2,201
Remuneraciones y beneficios sociales por pagar	8,769	7,010
Cuentas por pagar y provisiones diversas	40,684	29,890
Cuentas por pagar a relacionadas	1,172	3,226
Anticipos de clientes	10,118	7,938
Porción corriente de las deudas a largo plazo	31,217	93,682
Pasivo financiero por arrendamiento	1,153	-
Total pasivo corriente	<u>95,770</u>	<u>143,947</u>
Deudas a largo plazo	467,676	293,015
Pasivo financiero por arrendamiento	172,136	-
Pasivo por impuesto a la renta diferido, neto	<u>12,575</u>	<u>10,119</u>
Total pasivo	<u>748,157</u>	<u>447,081</u>
Patrimonio neto		
Capital social	311,410	311,410
Prima de capital	120,457	120,457
Pérdidas acumuladas	<u>(84,519)</u>	<u>(77,625)</u>
Total patrimonio neto	<u>347,348</u>	<u>354,242</u>
Total pasivo y patrimonio neto	<u>1,095,505</u>	<u>801,323</u>

FUENTE: <https://www.smv.gob.pe>

Estado de resultados integrales

Por los años terminados el 31 de diciembre de 2019 y de 2018

	2019 S/(000)	2018 S/(000)
Ingresos		
Ingreso por enseñanza y matrícula	261,438	213,883
Otros ingresos	1,077	767
	<u>262,515</u>	<u>214,650</u>
Gastos operativos		
Cargas de personal	(136,428)	(111,514)
Servicios prestados por terceros	(38,414)	(45,727)
Depreciación del ejercicio	(25,631)	(21,588)
Amortización por arrendamiento	(6,884)	-
Amortización del ejercicio	(3,395)	(2,965)
Cargas diversas de gestión	(7,138)	(6,285)
Estimación por deterioro de pensiones por cobrar y otras cuentas por cobrar	(1,833)	(1,741)
Ingresos diversos	5,832	4,797
Enajenación de inmueble, maquinaria, equipo, neto	-	941
Total gastos operativos	<u>(213,891)</u>	<u>(184,082)</u>
Ingresos financieros	236	206
Gastos financieros	(53,240)	(30,657)
Diferencia en cambio, neta	(58)	(1,577)
Pérdida antes de impuesto a la renta	<u>(4,438)</u>	<u>(1,460)</u>
Gasto por impuesto a la renta diferido	<u>(2,456)</u>	<u>(1,531)</u>
Pérdida neta del ejercicio	<u>(6,894)</u>	<u>(2,991)</u>
Otros resultados integrales	-	-
Total resultados integrales del ejercicio	<u>(6,894)</u>	<u>(2,991)</u>
Pérdida por acción básica y diluida (en soles)	<u>(0.221)</u>	<u>(0.096)</u>
Número promedio ponderado de acciones en circulación (en unidades)	<u>31,141</u>	<u>31,113</u>

FUENTE: <https://www.smv.gob.pe>

Estado de flujos de efectivo

Por los años terminados el 31 de diciembre de 2019 y de 2018

	2019 S/(000)	2018 S/(000)
Actividades de operación		
Cobranza de pensiones	257,364	208,730
Pago a proveedores	(26,680)	(43,971)
Pagos de remuneraciones y beneficios sociales	(134,669)	(110,418)
Pago de tributos	(278)	(306)
Pago de intereses	(37,042)	(28,933)
Pago de impuesto a la renta	(939)	(1,147)
Otros cobros de operación	5,838	1,535
Otros pagos de operación	(18,281)	(4,403)
Efectivo proveniente de actividades de operación	<u>45,313</u>	<u>21,087</u>
Actividades de inversión		
Adquisición de inmuebles, mobiliario, maquinaria y equipo	(140,898)	(112,003)
Adquisición de intangibles	(6,491)	(5,992)
Venta de inmueble, mobiliario y equipo	-	17,231
Efectivo utilizado en actividades de inversión	<u>(147,389)</u>	<u>(100,764)</u>
Actividades de financiamiento		
Préstamos obtenidos	234,300	110,000
Amortización de préstamos	(348,567)	(38,058)
Emisión de bono	230,000	-
Amortización de bonos	(2,054)	(1,473)
Amortización de leasing	(4,464)	(4,187)
Amortización de pasivo financiero por arrendamiento	(16,312)	-
Fondos restringidos	(10,154)	(1,012)
Aporte de capital	-	4,322
Efectivo proveniente de actividades de financiamiento	<u>82,749</u>	<u>69,592</u>
Disminución de efectivo y equivalentes de efectivo	(19,327)	(10,085)
Efectivo y equivalentes de efectivo al inicio del año	<u>23,356</u>	<u>33,441</u>
Efectivo al final del periodo	<u>4,029</u>	<u>23,356</u>

FUENTE: <https://www.smv.gob.pe>