

¡Venda lo que le deben!: alcances de la titularización de las carteras de créditos

Luis Pizarro Aranguren

Abogado. Profesor de Derecho Civil de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

El presente trabajo tiene como objeto central realizar una exposición y evaluación, desde la perspectiva legal, respecto de una de las operaciones más relevantes en el ámbito financiero de las empresas a nivel internacional, la denominada «titularización» o «securitización» de activos, especialmente, carteras de créditos.

I. ASPECTOS INTRODUCTORIOS.

Dentro del proceso de globalización de la economía mundial y la consecuente apertura del mercado peruano, resulta necesario dotar al sector empresarial de los mecanismos legales que le permitan lograr un mayor nivel económico y financiero con la finalidad de alcanzar una mejor posición en el mercado nacional e internacional, a través de la obtención de capitales de inversión y la transformación de activos ilíquidos o de difícil rotación.

Es en el marco económico antes descrito que resulta importante la aplicación del mecanismo financiero de transformación de activos, denominado «titularización» o «securitización».

La conocida publicación «América Economía» del mes de setiembre de 1994, en un artículo denominado «Venda lo que le deben», nos informa que las empresas en América Latina están encontrando oro en sus cuentas por cobrar gracias a los procesos de titularización, descubriendo, inclusive, que en muchos casos resulta más barato «securitizar» que ir a un banco.

En efecto, la titularización de activos (denominada también «securitización») es un atractivo mecanismo financiero que permite transformar activos (normalmente cuentas por cobrar) en títulos mobiliarios (bonos, bonos subordinados, papeles comerciales, títulos de participación u otros documentos) con la finalidad de colocarlos a terceros a través de ofertas públicas

o privadas, a nivel local o internacional.

El objetivo es muy simple, gracias a la titularización, las empresas que cuentan con una cartera pesada, o relativamente pesada, pueden obtener recursos que le permitan lograr mayor liquidez.

Entre los principales beneficios que derivan del proceso de transformación de los activos antes indicados, se encuentran los siguientes:

- El sistema de titularización de activos permite a las empresas que cuentan con activos ilíquidos, mejorar sus índices financieros y la cotización de sus títulos representativos del capital social.

- Permite obtener un índice previsible de interés por los créditos colocados a terceros, de esta forma se equipara el interés que cobran las entidades del sistema financiero nacional y el que resulta de las operaciones de crédito por parte de las empresas.

- Se obtiene un mayor nivel de liquidez, que derivará en una mayor capacidad de inversión y crecimiento de las empresas que operan en el país.

- Introduce en el mercado un nuevo instrumento financiero de inversión que permite una captación efectiva de capitales.

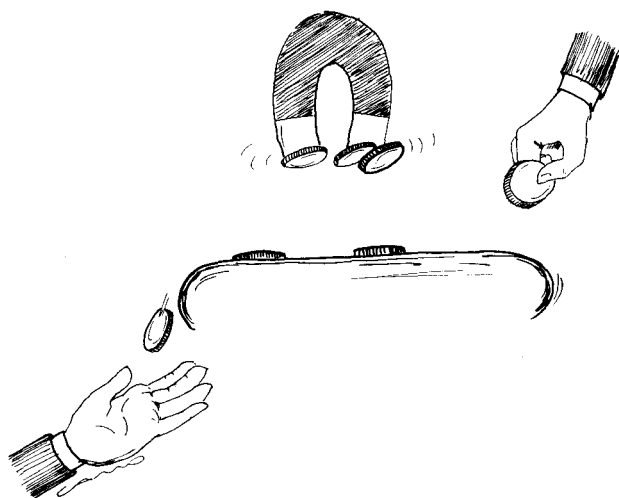
Si bien el proceso de titularización de activos constituye un mecanismo financiero, es innegable su repercusión en la esfera jurídica y el sistema legal vigente, razón por la cual resulta indispensable establecer un marco legislativo que determine la operatividad del sistema y que señale las principales características de los agentes que intervienen en el mismo.

II. ANTECEDENTES DE LA TITULARIZACIÓN.

Es necesario precisar que el procedimiento de titularización de activos, o «securitización» como es conocido en otros países, tiene sus principales antecedentes de aplicación en los Estados Unidos de

Norteamérica y en países europeos como España, Francia e Inglaterra.

En los Estados Unidos de Norteamérica, el sistema encontró su principal soporte en los llamados mercados secundarios de títulos hipotecarios y, posteriormente, se amplió a la transformación directa de activos líquidos de las empresas en títulos de poco riesgo, sobre la base de títulos de crédito homogéneos, de montos predecibles y de corta duración.



Asimismo, resultó de indudable apoyo al sistema de titularización la constitución de los denominados *Government National Mortgage Association* que permitían reducir el riesgo de la operación por el respaldo de los créditos y la garantía que en sí significaban.

En la actualidad, el mercado de títulos respaldados por activos (*asset backed securities*) supone casi el setenta por ciento de las emisiones de renta fija privada, representando un valor aproximado de 1.3 billones de dólares⁽¹⁾.

En España, el antecedente es la Ley No. 19 de 1992 que regula lo concerniente a los llamados «Fondos de Titularización Hipotecaria», que permiten estructurar en una misma operación de titularización, emisiones de valores de características distintas en cuanto al reparto de la rentabilidad y el riesgo, sobre la base de *ratings* de riesgos emitidos por una sociedad calificadora de riesgos⁽²⁾.

Con relación a países como Francia e Inglaterra, su principal aplicación radica en los llamados «mercados secundarios de créditos hipotecarios».

Ante el éxito de la aplicación del sistema de titularización en los mercados financieros norteamericano y europeo, el mercado latinoamericano comenzó a introducirse en el tema, siendo objeto de regulación en países como México, Colombia, Venezuela y Chile.

De los países mencionados, resulta conveniente precisar que Colombia ha regulado el sistema sobre la base del contrato de fideicomiso (o fiducia) y la constitución de **patrimonios autónomos** que respaldan la emisión de los títulos y se encuentran fuera del alcance de la llamada **prenda general** que respalda las obligaciones contraídas en virtud del desarrollo de las actividades propias de la empresa, debiéndose destacar que la modalidad aplicada es la de traslado de los bienes.

El caso chileno es distinto, por cuanto regula el sistema de titularización a través de una efectiva transferencia de los bienes, razón por la cual no se constituyen patrimonios autónomos sino empresas especializadas y autorizadas para la operación, denominadas «empresas securitizadoras».

Finalmente, el caso mexicano demuestra un éxito rotundo en la titularización de pagos futuros, lo que se demuestra en los casi 4,000 millones de dólares en transacciones que han sido implementadas.

Asimismo, los financiamientos han resultado en ahorros del uno por ciento al cuatro por ciento por año como mínimo y un ingreso al mercado internacional de cotizaciones.

Las diferentes clases de activos han incluido saldos internacionales de cuentas telefónicas, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, exportaciones de bienes primarios, entre otros.

III. ASPECTOS GENERALES DE LA TITULARIZACIÓN.

3.1 Concepto y operatividad de la titularización de activos.

La titularización de activos es un mecanismo financiero por el cual se transforman activos (normalmente cuentas por cobrar) en títulos mobiliarios (bo-

(1) Cifras tomadas de la exposición sobre titularización internacional realizada por el señor Oussama Nasr, vicepresidente de Citicorp Mercados Emergentes, Inc., dentro del Congreso sobre Nuevos Productos Fiduciarios, realizado en Bogotá, Colombia y organizado por la Asociación de Fiduciarias de ese país en el año 1993.

(2) Al respecto conviene leer el Boletín de Legislación Española del mes de agosto de 1994. Comunidad Económica Europea.

nos, títulos de participación u otros documentos) que son colocados a terceros mediante ofertas públicas o privadas.

Resulta importante anotar que, desde un punto de vista financiero, la titularización se realiza sobre activos que cumplen, generalmente, dos requisitos básicos:

1. Que generen un flujo de ingresos predecible; y,
2. Que proporcionen un rendimiento superior al que se pagará a los inversionistas por los títulos recién creados.

El primer requisito busca contar con un esquema claro de ingresos, que permita programar los pagos por concepto de amortización e intereses relativos a los títulos emitidos. En tal sentido, se requiere de cierta regularidad de los flujos de caja de la cartera por titularizar. Por tal motivo, normalmente, escapan a un proceso de titularización las cuentas por cobrar que tienen un carácter eventual y que no forman parte de las operaciones involucradas en el giro propio de la empresa.

El segundo requisito se relaciona con la obtención de los recursos necesarios para afrontar los desembolsos correspondientes a los títulos emitidos y, al mismo tiempo, para generar un beneficio financiero por la operación. Este margen se destinará al pago por los servicios de las entidades administradora y emisora. Por tal motivo, las carteras de bajo rendimiento o aquellas con un riesgo de pérdida muy elevado, no son utilizadas en una titularización.

Complementariamente, también desde un punto de vista crediticio, se requiere:

1. Que la cartera que forme parte del activo de la empresa a ser transferida para su titularización, cuente con una documentación uniforme que permita analizar los préstamos que se van a titularizar.
2. Un buen historial de repago de las deudas que forman parte de la cartera a ser transferida.

Con relación al primer requisito indicado, debemos manifestar que la información documentada de los préstamos a ser titularizados es indispensable, por cuanto la misma permitirá calcular en forma exacta el interés fijo que va a reditar el título emitido sobre el respaldo de la cartera titularizada. Asimismo, permite establecer con precisión la relación entre el deudor y la entidad originadora, simplificando de esta forma la función de aquella entidad encargada de la administración de la cartera y el cobro de las mismas para cumplir con los derechos económicos de los inversionistas.

El segundo de los requisitos, el historial de repago de las deudas que forman parte de la cartera, es indispensable, debido a que la capacidad y la frecuencia en el pago de los deudores es lo que permite apreciar el riesgo en la operación de compra de los títulos

emitidos a causa de la titularización, lo que es indispensable para la toma de decisiones de los inversionistas.

3.2 Procedimiento de la titularización de activos.

Es necesario precisar que durante el proceso de titularización de activos intervienen una serie de entidades o agentes cuyos roles es necesario considerar con detalle:

1. Los deudores;
2. La entidad originadora;
3. La entidad emisora;
4. La entidad administradora o servidora;
5. Los inversionistas;
6. El garante; y,
7. El representante de los inversionistas.

La titularización se inicia cuando la entidad originadora, que mantiene cuentas por cobrar con determinados deudores, requiere utilizar dichas cuentas por cobrar para obtener la liquidez necesaria para financiar sus operaciones.

Para lograr dicho objetivo, la entidad originadora selecciona a una empresa, que actuará como entidad emisora, la que recibirá o comprará la cartera de la entidad originadora, y procederá a emitir los títulos que servirán, finalmente, para obtener el financiamiento deseado.

Luego, se procede a la emisión por parte de la entidad emisora de los títulos, respaldados por la cartera, y a la colocación de los mismos en el mercado.

En forma paralela a la selección de la entidad emisora, debe seleccionarse a la entidad administradora, la cual tiene por función principal realizar los cobros vinculados a la cartera titularizada y de transferir dichos recursos a los inversionistas directamente o a través de un representante. Es importante resaltar que la propia entidad originadora puede asumir el rol de entidad administradora.

Finalmente, es posible la participación de un garante, el cual interviene con el propósito de asegurar que los inversionistas reciban oportunamente los montos pactados en la operación.

3.3 Modalidades de titularización.

En el ámbito financiero internacional, existen dos esquemas principales de titularización:

3.3.1 *Las estructuras de flujo de caja.* Las estructuras de flujo de caja son consideradas como típicas titularizaciones de activos y se realizan a través de dos modalidades distintas, dependiendo del papel que cumpla la entidad emisora:

- a. Modalidad de traspaso o traslado. La modalidad de traspaso o traslado implica la constitución, en la

entidad emisora, de un patrimonio autónomo contra el cual ésta emite los títulos que, posteriormente, son adquiridos por los inversionistas.

En esta modalidad, la entidad originadora forma un fondo en la entidad emisora, mediante la cesión de la cartera que va a ser titularizada.

b. Modalidad de pago. La modalidad de pago supone, a diferencia de la anterior, que la entidad originadora venda la cartera titularizada a la entidad emisora, la cual emite los nuevos títulos contra su propio patrimonio.

En la modalidad de pago, algunos países requieren que la entidad emisora sea una compañía especializada, conocida como «sociedad de quiebra remota». Este tipo de sociedades están reguladas de manera que se disminuya el riesgo de una bancarota, al prohibírseles tener acreedores distintos a los inversionistas. De esta manera se disminuye la posibilidad de que, por ingresar la empresa en un proceso de quiebra, los inversionistas se vean desplazados o postergados en la recuperación de los títulos adquiridos a la emisora.

Las modalidades señaladas en los párrafos anteriores son consideradas como estructuras de flujos de caja porque los activos a titularizar salen del patrimonio de la entidad originadora y, además, porque todos aquellos flujos derivados de la cartera titularizada se orientan a la cancelación del principal y de los intereses de los títulos emitidos. Así, los intereses que provienen del cobro de la cartera titularizada se destinan al pago de intereses a los inversionistas y de comisiones a la entidad administradora y a la entidad emisora; en tanto que la amortización de la cartera titularizada se emplea en la amortización de los títulos emitidos.

3.3.2 *La estructura de valor de mercado.* La estructura de valor de mercado se diferencia de las típicas operaciones de titularización en el hecho de que involucra la generación de pasivos de la propia entidad originadora, generalmente a través de deuda a largo plazo respaldada con cartera hipotecaria.

La estructura de valor de mercado, a diferencia de las estructuras de flujo de caja, constituye una técnica de financiación a través de los pasivos. En la estructura de valor de mercado los activos no se transfieren ni se transforman, sino que son utilizados para respaldar una emisión de pasivos. En este caso, los activos no salen del balance de la empresa, como ocurre en las estructuras de flujo de caja. Es por ello que la estructura de valor de mercado no es una modalidad de titularización propiamente dicha.

Una segunda diferencia importante es que, bajo este esquema, los ingresos provenientes de la cartera no se destinan directamente al pago de los inversionistas conforme se perciben.

En el presente artículo, el análisis y las propuestas se referirán exclusivamente a las modalidades de flujo de caja a que se ha hecho referencia anteriormente.

IV. MARCO LEGAL APLICABLE A LA TITULARIZACIÓN.

4.1 Roles y agentes en la titularización.

Nos referimos a los roles de los distintos agentes en un proceso de titularización de activos y a la posibilidad de que dichos roles sean desempeñados de acuerdo a la legislación peruana actual.

Para tales efectos haremos referencia a los diversos agentes mencionados anteriormente.

4.1.1 *Los deudores.* En este rol participan, fundamentalmente, los clientes o consumidores de la empresa originadora. Pueden ser personas naturales o jurídicas y no existe limitación o requisito adicional a la propia capacidad de cada persona de contraer obligaciones con terceros.

Es claro que los deudores no intervienen en forma activa en un proceso de titularización de activos.

4.1.2 *La entidad originadora.* La entidad originadora es la que se propone transferir sus activos con el propósito de financiar sus actividades. Puede desempeñar el rol de entidad originadora cualquier empresa que tenga cuentas por cobrar y que esté en capacidad de transferir dichas cuentas.

En general, pueden actuar como empresas originadoras todas las empresas comerciales.

En cuanto a la posibilidad de los bancos múltiples y financieras de participar en un proceso de titularización de activos como entidad originadora, debe tenerse en cuenta que el inciso s) del artículo 246 de la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros (Decreto Legislativo No. 770) establece que **los bancos múltiples están facultados para celebrar acuerdos de participación y de venta de cartera.**

En este sentido, en la medida en que los bancos pueden vender parte de su cartera, entendida como los créditos otorgados, así como aquellos títulos-valores adquiridos como inversión, pueden actuar como entidades originadoras.

Este tipo de operaciones de venta de cartera es realizada actualmente por los bancos en favor de otros bancos y entidades financieras, o de inversionistas, aun cuando no lo realicen con el fin de efectuar una titularización de activos. No obstante, la esencia de este aspecto de la operación, desde el punto de vista legal, es la misma: la transferencia mediante endoso o cesión, de títulos valores u otras cuentas por cobrar existentes a su favor. De cualquier manera debe analizarse la calidad

de los activos a fin de apreciar si servirían de respaldo para una titularización de los mismos.

En algunos casos, las entidades originadoras realizan la transferencia de los activos o cuentas por cobrar mediante la figura del **fideicomiso**. En estos casos, las entidades originadoras son fideicomitentes que transfieren dichos activos a la entidad emisora, que actúa como fiduciaria, para que proceda a la emisión de los títulos.

4.1.3 La entidad emisora. El rol de la entidad emisora es central en el proceso de titularización de activos. En efecto, de acuerdo a las modalidades de titularización, en el esquema de flujo de caja, la entidad emisora debería ser una **sociedad de quiebra remota** (modalidad de pago) o una sociedad especializada que pueda administrar patrimonios autónomos (modalidad de traslado).

La legislación peruana actual no regula las **sociedades de quiebra remota**, es decir, aquellas sociedades que por tener como objeto social la titularización de activos y estar impedidas de endeudarse con personas distintas a los propios tomadores de los títulos, disminuyen la posibilidad de caer en insolvencia y, eventualmente, en quiebra.

Por otra parte, la titularización de activos bajo la modalidad de traslado requiere que los activos trasladados formen un patrimonio autónomo en la entidad emisora, contra el cual se emitirán los correspondientes títulos.

El concepto de patrimonios autónomos existe en la legislación peruana y está regulado para ciertos casos, como son las Administradoras de Fondos de Pensiones, las Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión y las Sociedades Administradoras de Fondos Colectivos. En estos casos, las empresas administran fondos de terceros que son invertidos o colocados de acuerdo a determinadas pautas establecidas y bajo la supervisión de un ente estatal –Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones (SAFP) y Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)–, y los patrimonios administrados no se confunden con el patrimonio de la administradora, con lo cual los usuarios ven protegidas sus colocaciones de las contingencias de las actividades propias de la administradora.

Por otra parte, cabe señalar que la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros (Decreto Legislativo No. 770) ha regulado los denominados contratos de **fideicomiso**, en los cuales se establece la posibilidad de que una persona o entidad (fideicomitente) transfiera bienes en favor de otra (fiduciaria) para que los administre o realice actos en favor de la primera o de terceros (fideicomisarios).

Los bienes que son materia del fideicomiso

constituyen un patrimonio distinto al de la entidad fiduciaria, y, por lo tanto, no están sujetos a las contingencias propias de las actividades que éstas desarrollan.

Cabe mencionar, que la figura de los contratos de fideicomiso es utilizada, en algunos países, como uno de los vehículos legales para procesos de titularización de activos. En general, el esquema consiste en que la entidad originadora constituye un fideicomiso con sus cuentas por cobrar u otros activos, transfiriéndolos a la entidad emisora quien, en su rol de fiduciaria, y con cargo a dicho fideicomiso emite los nuevos títulos.

“ ... la titularización de activos (...) es un atractivo mecanismo financiero que permite transformar activos (normalmente cuentas por cobrar) en títulos mobiliarios (...) con la finalidad de colocarlos a terceros a través de ofertas públicas o privadas...”

En el caso de Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, se establece que las únicas entidades que pueden actuar como fiduciarias son las empresas bancarias.

Como consecuencia de lo anteriormente expuesto, resulta necesario realizar una breve explicación de la modalidad contractual antes citada.

El contrato de fideicomiso, o simplemente fideicomiso, es aquel por el cual una persona recibe de otra un encargo respecto de un bien determinado cuya propiedad se le transfiera a título de confianza, para que al cumplimiento de un plazo o condición, se le dé el destino convenido.

Como se puede apreciar, a la transferencia se le adiciona un encargo específico, que le da un carácter personal a esta relación contractual (debe existir una relativa «confianza» entre las partes contratantes).

Con relación a las personas que intervienen en el Contrato de Fideicomiso, debemos indicar que pueden formar parte de las tres categorías siguientes:

a) Fideicomitente o constituyente. Es la persona natural o jurídica que dentro del contrato transfiera o afecta ciertos bienes de su propiedad a un fin lícito, y

que cuenta con la capacidad suficiente para contratar y enajenar bienes⁽³⁾.

b) **Fiduciario.** Es la persona natural o jurídica que adquiere los bienes a través del contrato de fideicomiso y que se compromete a administrarlos o enajenarlos, para la realización de la finalidad señalada en el acto constitutivo, convirtiéndose frente a terceros en propietario de los bienes transferidos.

Es necesario precisar que el fiduciario no podrá bajo ningún aspecto ser el beneficiario directo de la condición derivada del contrato, lo que no implica que no obtendrá ningún beneficio económico por cuanto recibirá una retribución por la función realizada.

c) **Fideicomisario.** Es el beneficiario directo del contrato de fideicomiso y que puede ser el mismo fideicomitente o un tercero.

A manera de síntesis, debemos manifestar que las principales características del contrato de fideicomiso son las siguientes:

- Los bienes entregados en fideicomiso constituyen un patrimonio autónomo afectado al fin del contrato, por lo que el adquirente (fiduciario) no podrá incluir los bienes adquiridos por el indicado contrato, en su contabilidad ni considerarlos entre sus activos, siendo indispensable llevar una contabilidad separada de cada uno de los bienes que reciba en fideicomiso.

- Es un contrato con doble connotación, por cuanto además de la transferencia del bien materia del contrato, subyace la obligación asumida por el fiduciario para dar cumplimiento al encargo recibido del fideicomitente en forma clara y precisa.

- Existe una transferencia real y efectiva del bien materia del contrato, adquiriendo de esta forma el fiduciario la capacidad absoluta para la disposición del bien.

- De acuerdo a nuestro sistema normativo se trata de un contrato atípico, consensual, bilateral, oneroso y formal.

Luego de apreciar las principales características del contrato de fideicomiso, resulta conveniente establecer las ventajas del mismo para la aplicación del proceso de titularización :

- Permite a una persona o entidad (fideicomitente) transferir bienes en favor de otra (fiduciaria) para que los administre o realice actos en favor de la primera o de terceros (fideicomisarios), es decir, mediante esta modalidad contractual la entidad originadora, (quien asumiría la posición de fideicomitente), puede transferir uno o más activos de su patrimonio a la entidad emisora (quien asumiría la

posición de fiduciario) con el encargo específico de emitir títulos a ser negociados con terceros, sobre la base de la cartera transferida.

- A través del contrato de fideicomiso se produce un verdadero desplazamiento del derecho de dominio del bien objeto del contrato (cuentas por cobrar del activo) desde el fideicomitente (entidad originadora) hasta el fiduciario (entidad emisora). De esta forma, el adquirente o fiduciario (entidad emisora) obtiene la plenitud de poderes que le permiten gozar de la máxima capacidad de administración y disposición de los bienes adquiridos.

Es decir, la entidad emisora gozaría por medio del contrato de fideicomiso de la capacidad suficiente para emitir los títulos sobre la base de los activos adquiridos (cartera de cuentas de la entidad originadora), negociarlos y encargar la administración y gestión de la cartera a la entidad administradora a fin de cobrar las deudas que forman parte de la cartera titularizada.

- Otra de las ventajas proporcionadas por el contrato de fideicomiso, es la presencia de la institución conocida como «patrimonio autónomo», que permite separar jurídica, contable y físicamente los bienes adquiridos por la entidad emisora (cuentas por cobrar del activo de la entidad originadora) de los bienes que forman parte de su patrimonio. Asimismo, permite la independencia de los bienes transferidos frente a la llamada «prenda general de los acreedores» tanto del fideicomitente (entidad originadora) como del fiduciario (entidad emisora), protegiendo de esta forma a los inversionistas que adquirieron los títulos emitidos sobre la base de tales activos, de la posibilidad de los acreedores de repetir contra el patrimonio de su deudor, por lo que tales activos no están sujetos a las contingencias propias de las actividades que desarrolla tanto la entidad emisora como la originaria.

Adicionalmente, es necesario mencionar que, en líneas generales, el diseño del contrato de fideicomiso en la Ley General de Instituciones, Bancarias, Financieras y de Seguros está orientado a regular, mas bien, un mecanismo de administración de bienes cuyos frutos se dirigen a un fin preestablecido, antes que como una vía de financiamiento o de realización de cuentas por cobrar.

En este sentido, se requeriría ajustar las disposiciones sobre contratos de fideicomiso a fin de que, mediante algún mecanismo de constitución, y posterior control y supervisión de patrimonios autónomos, otras sociedades especializadas pudieran actuar como enti-

(3) HUNDSKOPF EXEBIO, Oswaldo. Derecho Comercial. Nuevas orientaciones y temas modernos. Universidad de Lima, Lima, 1989.

dades fiduciarias y emisoras.

Por último, cabe recordar que, entre las operaciones que pueden realizar los bancos, mencionadas en el artículo 246 del Decreto Legislativo No. 770 se encuentran las siguientes:

- Descantar y conceder adelantos sobre letras de cambio, pagarés y otros documentos comprobatorios de deuda (inciso c).
- Adquirir y negociar letras de cambio y facturas provenientes de transacciones comerciales (inciso h).
- Emitir y colocar bonos, en moneda nacional o extranjera, incluidos los subordinados, así como pagarés y certificados de depósitos negociables (inciso l).

“El sistema de titularización de activos permite a las empresas que cuentan con activos ilíquidos, mejorar sus índices financieros y la cotización de sus títulos representativos del capital social”

Como se puede apreciar los bancos y financieras pueden actuar tanto a efectos de adquirir cuentas por cobrar, en sus diversas modalidades y formas; como en la emisión de títulos que vayan a ser colocados entre los inversionistas.

4.1.4 *La entidad administradora.* En un proceso de titularización de activos es frecuente que el rol de entidad administradora sea asumido por la entidad originadora o por la misma entidad emisora. Ahora bien, es posible que este rol sea desempeñado por una tercera empresa.

En principio, pueden actuar como entidades administradoras todas aquellas empresas cuyo objeto social comprenda el cobro de créditos y la posterior transferencia de dichos montos a sus reales titulares y, en general, las que puedan realizar comisiones de fianza.

En cuanto a la posibilidad de los bancos múltiples de participar en un proceso de titularización de activos como entidades administradoras, debe tenerse en cuenta que la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros establece que los bancos múltiples están facultados para administrar portafolios de cartera y celebrar contratos de mandato para cobrar créditos o documentos y representar a los titulares de acciones, bonos y valores, de conformidad con lo dis-

puesto por los incisos l) y m) del artículo 252 de dicha ley.

4.1.5 *Los inversionistas.* En este rol pueden participar personas naturales o jurídicas. En el caso de estas últimas pueden existir limitaciones establecidas por sus propios estatutos o por leyes especiales.

Así, la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo No. 755) establece que las Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos de Inversión sólo pueden invertir los fondos en determinados títulos, mencionados en el artículo 221 de la referida ley.

Igualmente, en el caso de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), las colocaciones que éstas pueden realizar con cargo a los fondos provisionales están estrictamente reguladas en cuanto a títulos y tipos de inversiones, así como en lo referente a los porcentajes a colocar en cada título.

En ambos casos, los papeles en los cuales se puede invertir son materia de calificación por empresas especializadas, clasificadoras de riesgo, y de aprobación por la CONASEV o la SAFP, según corresponda.

Para los efectos de este artículo estamos utilizando el término «inversionistas» en un sentido amplio, es decir como equivalente a tenedores de títulos.

4.1.6 *El garante.* En muchos casos, los títulos emitidos contra los activos adquiridos se colocan entre el público, teniendo como sustento, adicionalmente a los activos mencionados, la constitución de una o varias garantías que respaldan el cumplimiento de las obligaciones surgidas de la emisión de dichos títulos.

Los diversos tipos de garantías que podrían respaldar estas emisiones, y sus características, son materia de análisis más adelante. Sin embargo, puede señalarse, de manera general, que las garantías reales (hipotecas, prendas) y personales (fianzas), podrían ser otorgadas por cualquiera de las empresas mencionadas anteriormente.

En el caso de los bancos y de las empresas financieras, su actuación sería a través de la emisión de fianzas, que constituye una actividad propia de su naturaleza y que está expresamente contemplada en la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros.

4.1.7 *El representante de los inversionistas.* Tal como se ha señalado, una entidad puede actuar como representante de los tenedores de los títulos emitidos contra los activos. Este rol, que la Ley General de Sociedades denomina como fideicomisario en el caso de los bonos (distinto al concepto introducido en la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros), facilita las relaciones entre los inversionistas y la entidad emisora, respecto del cumplimiento de las obligaciones asumidas por ésta al momento de la emisión y permite que los inversionistas, en caso de incumplimiento o

falencia de la entidad emisora, puedan ejercer sus derechos y ejecutar garantías con miras a la recuperación de sus inversiones.

Este rol, que constituye un elemento operativo importante para el inversionista, es desempeñado usualmente por una institución bancaria.

La Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, dispone, en su artículo 252, inciso m), que los bancos pueden celebrar contratos de mandato, con o sin representación, para «cobrar créditos o documentos», «comprar y vender (...) bonos y demás valores mobiliarios», «percibir (...) intereses» y «representar a los titulares de (...) bonos y valores».

En este sentido, los bancos podrían, de acuerdo a la legislación actual, desempeñar la función de mandatarios de los inversionistas para los fines antes mencionados.

4.2 Transferencia de activos.

Un aspecto a considerar en el diseño de los mecanismos de titularización de activos es el relativo a los procedimientos de transferencia de los activos a la entidad emisora.

Una primera posibilidad es que los activos a transferir consistan en títulos valores, particularmente letras y pagarés. En estos casos, la transferencia de aquellos títulos emitidos a la orden o al portador debería realizarse mediante el **endoso** de los mismos, mediante un proceso similar al que existe actualmente en los descuentos bancarios.

Sin embargo, en dichos casos debería contemplarse una disposición por la cual la sociedad emisora y, eventualmente, los tenedores de los títulos no puedan dirigirse contra la entidad originadora, que ha sido la endosante de las letras y pagarés transferidos.

Otra posibilidad consiste en que los activos a transferir no se encuentren representados en títulos-valores, sino que consistan en contratos de crédito o, en general, en cuentas por cobrar. En estos casos no corresponde la transferencia del activo mediante endoso, siendo de aplicación las normas sobre **cesión de derechos** del Código Civil.

Al respecto, el Código Civil define la cesión de derechos como un acto de disposición por el cual el cedente transmite al cesionario el derecho a exigir la prestación a cargo de su deudor. En cuanto a la formalidad, se requiere que la cesión conste por escrito, bajo sanción de nulidad.

Asimismo, el Código Civil señala que la cesión de derechos comprende la transmisión al cesionario de los privilegios, las garantías reales y personales, así como los accesorios del derecho transmitido, salvo pacto en contrario. Todos estos elementos serían trans-

feridos por la entidad originadora a la entidad emisora.

Si bien el Código Civil señala que la cesión puede hacerse aun sin el asentimiento del deudor; sin embargo, dispone que la cesión produce efectos contra el deudor cedido desde que éste la acepta o le es comunicada fehacientemente. De lo contrario, el deudor quedará liberado si paga al cedente, aun cuando dicho pago se efectuó con posterioridad a la fecha del acuerdo de cesión, salvo que el cesionario pueda probar que dicho deudor conocía de la cesión realizada.

En un proceso de titularización de activos es necesario solucionar el aspecto de la comunicación fehacientemente al deudor que establece el Código Civil para los casos de cesión de derechos, ya que serían impracticables dada la gran cantidad de deudores que estarían involucrados en el proceso.

Una alternativa de solución podría consistir en establecer, a nivel legal, que las cesiones de derechos que se produzcan en favor de una empresa securitizadora producen, por sí mismas, efectos contra el deudor.

Sin embargo, dado que dicha solución podría tener resistencias por los alcances que podría llegar a tener en otras cesiones de crédito, podría optarse por diseñar una solución a través de determinados pactos en los contratos de crédito que suscriban los obligados, en los que se establezca la autorización de éstos a transferir los derechos y que, en dicho caso, la comunicación se realice en el domicilio de la entidad originadora. Asimismo, en los casos de cuotas mensuales, podría diseñarse un mecanismo de comunicación a cada deudor, con ocasión del pago de la primera cuota que le corresponda.

Respecto de lo anterior debe tomarse en cuenta el rol que juega la entidad administradora, la que se encarga de cobrar los respectivos créditos y de que los inversionistas tengan la certeza de que los mismos han salido de la posesión de la entidad originadora, evitándose de esta manera una disposición posterior de los mismos.

Ahora bien, en el caso de que la misma entidad originadora asuma el rol de entidad administradora, los documentos seguirían en posesión de la misma empresa, por lo que se simplificaría el problema de la comunicación al deudor acerca de la cesión de los créditos.

V. NECESIDAD DE LEGISLACIÓN ESPECIAL SOBRE TITULARIZACIÓN.

En las normas legales vigentes no encontramos referencia expresa a los procesos de titularización, por lo que, teniendo en consideración la importancia de este mecanismo financiero y sus especiales características

técnicas, entendemos indispensable la pronta promulgación de la norma correspondiente que regule sus diversos aspectos.

En este contexto, una ley que regule los procesos de titularización de activos deberá contener, necesariamente, los siguientes temas:

- Definición de la titularización;
- Tratamiento detallado del contrato de fideicomiso y del concepto de patrimonio autónomo, complementando o eventualmente modificando las disposiciones sobre la materia en la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros;
- Regulación de las dos modalidades de titularización: modalidad de traspaso y modalidad de pago;
- Creación y regulación de las denominadas «empresas securitizadoras»;

- Tipos de activos que pueden ser objeto de titularización: carteras de crédito, recursos dinerarios, inmuebles, títulos, etc;

- En el caso de activos que constituyan carteras de crédito, se deberá legislar sobre los requisitos de la cartera, índices de siniestralidad y formalidades de la transferencia de la cartera;

- Regulación sobre los diversos agentes que intervienen en el proceso de titularización;

- Tipos de títulos que pueden ser emitidos como consecuencia del proceso: títulos con contenido crediticio, títulos de participación y títulos mixtos;

- Garantías del proceso de titularización para los inversionistas; y,

- Rol de CONASEV, de la Bolsa de Valores y, en su competencia, de la Superintendencia de Banca y Seguros. 卐