

---

# La titulización de activos en el Perú

**Rafael Alcázar Uzátegui**

Abogado. Profesor de derecho del mercado de valores en la Universidad de Lima.

## 1. INTRODUCCIÓN.

Como consecuencia de la aprobación de la nueva Ley del Mercado de Valores, que regula el tema de la titulización de activos por primera vez en nuestro país, así como la dación de un reglamento específico para este mecanismo, consideramos conveniente analizar si su regulación ha cubierto las expectativas de ser una norma versátil que asegure la transparencia y seguridad para el inversionista y se integre a nuestro ordenamiento legal, aprovechando la experiencia internacional.

Al respecto, es necesario mencionar que en el contexto actual, es decir, en el proceso de globalización de la economía mundial y profundización de nuestro mercado local, resulta indispensable dotar a los sectores productivos, comerciales y de servicios de instituciones jurídicas adecuadamente reguladas que permitan acceder al “financiamiento” para integrarse a la economía moderna y desarrollarse de manera competitiva y eficiente, logrando un mejor posicionamiento en el mercado nacional e internacional.

En este sentido, las empresas buscan medios de financiamiento alternativos que sean menos costosos que los tradicionalmente ofertados en el sistema financiero y una de las opciones que surge es la titulización de activos, que posibilitará a dichas empresas contar con los recursos de inversión necesarios para cumplir con sus objetivos inmediatos.

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.

La nueva ley la define así: “Titulización es 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. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores”.

## 2. ANTECEDENTES.

El procedimiento de titulización, titularización de activos o “securitización”, como es conocido en otros países, tiene sus principales antecedentes de aplicación en los Estados Unidos de América y países europeos como España, Francia e Inglaterra.

En Estados Unidos el sistema encontró su razón de ser en los mercados secundarios de títulos hipotecarios y, posteriormente, se amplió a la transformación directa que hacen las empresas de sus activos ilíquidos en valores mobiliarios que están representados generalmente en títulos de crédito. Característica importante de los activos que respaldan dichos títulos es que producen un flujo de caja estadísticamente predecible en un período determinado.

En el continente europeo, específicamente en España, el antecedente legislativo es mucho más reciente ya que es la Ley 19 de 1992 la que regula lo concerniente a los llamados “Fondos de Titularización Hipotecaria”, que permiten estructurar en una misma operación financiera emisiones de valores de

características distintas en cuanto a la rentabilidad y riesgo, sobre la base de clasificaciones emitidas por las empresas especializadas.

En lo que se refiere a Francia e Inglaterra, su aplicación está radicada en los denominados “mercados secundarios de créditos hipotecarios”.

Es indudable que, comprobado el éxito de la aplicación de este mecanismo financiero, la titulación de activos en mercados financieros mucho más sofisticados, como el norteamericano y el europeo, hace que el mercado latinoamericano comience a interesarse en el tema y a explorar sus ventajas; de tal manera que actualmente este producto cuenta con un marco regulatorio en países como México, Colombia, Venezuela y Chile.

De los países latinoamericanos anteriormente mencionados, resulta conveniente resaltar que Colombia ha legislado este mecanismo financiero sobre la base del contrato de fideicomiso (o fiducia) y la constitución de patrimonios autónomos que respaldan la emisión de los títulos. Dichos patrimonios se encuentran fuera del alcance de la llamada “prenda general” que garantiza los compromisos asumidos por la empresa en el normal desarrollo de sus propias actividades.

### 3. MODALIDADES DE TITULIZACIÓN.

La doctrina distingue dos modalidades distintas de titulación, dependiendo de la función del emisor, éstas son: *pass through* (de traspaso o traslado) y *pay through* (de pago), las cuales han sido recogidas por los legisladores a nivel mundial. Ambas modalidades son consideradas estructuras de flujo de caja, porque todos aquellos flujos provenientes de los activos titulizados se orientan exclusivamente a la cancelación de las obligaciones que surgen de la adquisición de los *securities* (títulos valores) por los inversionistas.

La modalidad de traslado o *pass through* implica, en primer lugar, que la entidad emisora, a través de la celebración de un contrato de fideicomiso, por ejemplo, constituye un patrimonio autónomo que está separado de su patrimonio general, contra el cual se emiten los *securities*, los que posteriormente son adquiridos por los inversionistas.

En el caso de la modalidad de pago o *pay through*, la entidad originadora vende los activos a ser titulizados

a la entidad emisora, la que emite los nuevos títulos contra su propio patrimonio. Es decir, a diferencia de la primera modalidad, los bienes se incorporan al patrimonio de la entidad adquirente y responden por todas las obligaciones que la misma contrae en el desarrollo de sus operaciones. El emisor, en este caso, debe ser lo que se conoce como una “sociedad de quiebra remota”.

La nueva Ley del Mercado de Valores peruana acoge ambos sistemas y dispone que los procesos de titulación pueden ser desarrollados a partir de los siguientes “patrimonios de propósito exclusivo”:

- a) patrimonios fideicometidos, mediante fideicomisos de titulación;
- b) sociedades anónimas de propósito especial;
- c) otros que establezca la CONASEV.

#### 3.1. El fideicomiso de titulación (modalidad de traslado o traspaso).

Mediante este esquema, una empresa que cuenta con activos ilíquidos o de lenta rotación (fideicomitente) se obliga a efectuar la transferencia de los mismos en favor de una sociedad tituladora (fiduciario), constituyéndose un patrimonio autónomo (patrimonio fideicometido) sujeto a su administración. Es contra dicho patrimonio que se emiten los valores que son colocados en el mercado de capitales y, por lo tanto, adquiridos por los inversionistas (fideicomisarios).

Pasemos a examinar con más detalle los elementos tanto subjetivos como objetivos de la modalidad de fideicomiso de titulación:

##### 3.1.1. Fideicomitente.

También conocido como el originador, es la empresa que posee activos ilíquidos o de lenta rotación y que con la finalidad de obtener una fuente de financiamiento transfiere dichos activos a una sociedad tituladora, para obtener liquidez y desarrollar más ampliamente el giro de sus negocios dentro de una economía moderna.

##### 3.1.2. Sociedad Tituladora.

Sociedad anónima cuyo objeto exclusivo es desempeñarse como administrador-fiduciario en los procesos de titulación 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.

En cuanto al capital social de la sociedad titulizadora, las actividades descritas en el párrafo anterior estarían aparentemente proporcionando garantías adicionales para los inversionistas. Sin embargo, consideramos que la esencia de los procesos de titulización consiste en garantizar un flujo de ingresos al inversionista, derivado principalmente de los activos transferidos al patrimonio fideicometido (patrimonio autónomo). Es este último el que respaldará las obligaciones contraídas con los inversionistas.

Los inversionistas deberán estar garantizados exclusivamente con los patrimonios autónomos o fideicometidos y con mecanismos de cobertura (garantías) adicionales en cada proceso, de ser el caso, pero de ninguna manera con el propio patrimonio de la sociedad titulizadora. Lamentablemente, nuestra legislación no contiene este principio.

Somos de la opinión que debe existir una total independencia entre los patrimonios autónomos y el patrimonio de la sociedad titulizadora. Caso contrario, el riesgo proveniente de los activos que forman los patrimonios fideicometidos (patrimonios autónomos) se confunde con el riesgo propio del patrimonio de la sociedad titulizadora. De esta manera, los riesgos de los distintos patrimonios fideicometidos se vincularían a través de una posible garantía común otorgada sobre

el patrimonio de la sociedad titulizadora, desvirtuándose la total independencia que debe existir entre ellos.

Debemos reiterar que el inversionista no debe tener la posibilidad de dirigirse en última instancia contra el patrimonio de la sociedad titulizadora, por cuanto éste sirve exclusivamente para que dicha sociedad pueda cumplir con su objeto social, que es desempeñarse como fiduciario-administrador, mas no para garantizar las operaciones de titulización.

### 3.1.3. Constitución de fideicomiso.

El acto constitutivo del fideicomiso de titulización es el contrato donde se establecen todos los términos y condiciones de la operación de titulización, el que es celebrado entre el fideicomitente (originador) y el fiduciario (sociedad titulizadora) y al cual se adhieren los fideicomisarios (inversionistas) al suscribir o adquirir los valores emitidos, con respaldo del patrimonio fideicometido (patrimonio autónomo). En tal sentido, se trata de un contrato negociado entre el originador y la sociedad titulizadora, al que se adhieren los inversionistas.

Dicho contrato deberá constar en escritura pública, salvo que se inscriba en los Registros Públicos utilizando el formulario registral, en sustitución de escritura pública, o cuando los activos transferidos al patrimonio fideicometido no requieran de tal documento público para su transferencia, de acuerdo a las normas legales vigentes.

Como resulta evidente, el acto constitutivo debe establecer toda la información relevante del proceso de titulización. Así deberá expresar, como mínimo: a) datos del fideicomitente y del fiduciario; b) finalidad específica para la cual se constituye el fideicomiso; c) individualización de los activos objeto de la transferencia, detallando sus características y, de ser el caso, la posibilidad de sustituir los activos o adquirir nuevos; d) modo y plazo de transferencia de los activos que integrarán el patrimonio fideicometido; e) acompañar a la denominación del patrimonio "patrimonio en fideicomiso"; f) derechos, obligaciones y facultades del fideicomitente, de la sociedad titulizadora y del fideicomisario:

i) régimen de emisión de los valores; ii) las funciones delegadas por la sociedad titulizadora en favor del fideicomitente, así como los límites de

disposición y administración de los activos; iii) subordinaciones, preferencias y clases de los valores; iv) la posibilidad de efectuar una posterior oferta pública cuando los valores sean colocados por oferta privada; v) condiciones para el nombramiento del factor fiduciario, de los miembros de la comisión administradora y de un representante de los fideicomisarios, si así se dispusiera; vi) monto de costos y gastos asumidos por los activos; vii) causales para decidir la remoción de la sociedad titulizadora y las características que debe tener la reemplazante; viii) mecanismo de liquidación del patrimonio fideicometido, incluida la insolvencia;

g) garantías adicionales que se hubieran establecido y; h) destino de los activos a la finalización del fideicomiso.

#### 3.1.4. Patrimonio fideicometido.

Es un patrimonio autónomo, sobre el cual la sociedad titulizadora ejerce el dominio fiduciario, el cual confiere las facultades de administración, uso, disposición y reivindicación, las mismas que sólo pueden ser ejercidas de acuerdo con la finalidad con la que fue constituido el fideicomiso.

En tal sentido, se transfiere la propiedad de los activos a ser titulizados, pero dicha propiedad se encuentra limitada, ya que sólo pueden ejercerse las facultades que dicho derecho confiere para cumplir con el objeto del fideicomiso.

Se dispone adicionalmente que el patrimonio de la sociedad titulizadora podría garantizar la emisión de valores, si hay pacto en este sentido. Como lo hemos señalado anteriormente, no se ha establecido una total independencia entre el patrimonio autónomo y el patrimonio de la sociedad titulizadora, situación que de alguna manera enerva una de las principales características de la titulización de activos, como es la total autonomía que debe existir entre los patrimonios fideicometidos y el patrimonio de la sociedad titulizadora.

#### 3.1.5. Activos a ser titulizados.

La nueva Ley del Mercado de Valores permite titularizar: a) activos, entendidos éstos como recursos ilíquidos y toda clase de bienes y derechos y; b) la esperanza incierta.

Ahora bien, no todos los activos que posea una

empresa son pasibles de ser titulizados. En este aspecto resulta útil recoger la experiencia internacional. El profesor colombiano Gustavo Aristizábal señala: “Existen dos requisitos básicos para estructurar una emisión de titulización de activos a saber: 1) que la cartera a titularizar genere un flujo de caja que sea estadísticamente predecible en el tiempo y; 2) que la cartera a titularizar genere un rendimiento superior al que se le pagará a los inversionistas”.

El reglamento únicamente prohíbe titularizar activos embargados o sujetos a litigio por cualquier causa cuando los valores van a ser objeto de oferta pública en el Perú. Adecuadamente, no ha establecido otras limitaciones en relación con la calidad de los activos a ser titulizados, ya que una de las posibles ventajas de esta operación radica justamente en poder convertir “activos malos” en “títulos buenos”. Ello en virtud del conocimiento del índice de siniestralidad de los mismos (por ejemplo, en las cuentas por cobrar sería el índice de morosidad o de incobrabilidad), el que puede ser cubierto con garantías internas o externas.

Ahora bien, el reglamento señala de una manera enumerativa y no taxativa los activos que pueden titularse a partir de un fideicomiso de titulización, que son los siguientes:

- a) carteras de crédito y de otros activos generadores de un flujo de efectivo, actuales o futuros;
- b) bienes inmuebles transferidos al patrimonio fideicometido y cuya explotación comercial o liquidación respalda los valores a emitir;
- c) el desarrollo de proyectos, estando integrado el patrimonio fideicometido por los diseños, estudios técnicos y demás medios y activos para el desarrollo del proyecto, cuyos frutos o productos servirán para pagar los valores emitidos;
- d) las obras de infraestructura y servicios públicos, cuyo flujo de efectivo que generen en el futuro estará destinado a pagar los valores a emitirse;
- e) transferencia de otros activos.

#### 3.1.6. Valores emitidos.

Los valores que se emitan y que están respaldados en el patrimonio fideicometido pueden ser:

- Títulos de contenido crediticio, generalmente referidos al pago de un interés y a la posterior redención

del principal. Se cumple con ellos a partir de los recursos provenientes de los activos titulizados que conforman el patrimonio fideicometido o patrimonio autónomo.

En efecto, los valores mobiliarios más utilizados en procesos de titulización son los bonos que tienen un plazo mayor a un año. Sin embargo, también podrían emitirse instrumentos de corto plazo contra el patrimonio fideicometido, en el supuesto que el flujo de caja tenga concordancia con las fechas establecidas para el pago de intereses y amortización del capital. Ello dependerá de los activos y de una buena estructuración de los mismos, para lograr una adecuada correspondencia de plazos entre activos (que conforman el patrimonio autónomo) y pasivos (conformado por los títulos emitidos).

- Títulos de participación, que otorgan al tenedor un derecho o parte alícuota sobre los activos titulizados objeto de la movilización. En este caso el inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genera el negocio del contrato.

- Otros, dejándose abierta la posibilidad para que CONASEV amplíe la gama de títulos a ser emitidos en un proceso de titulización, incluyendo los que combinen derechos.

### 3.2. Las sociedades de propósito especial (modalidad de pago).

En el contexto internacional se les conoce como “sociedades de quiebra remota” y, por sus especiales características, requieren para su establecimiento de una serie de prohibiciones y restricciones sobre su accionar, como por ejemplo no tener acreedores distintos a los inversionistas. La nueva Ley del Mercado de Valores las denomina sociedad de propósito especial y son aquellas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios y su objeto social se limita a la adquisición de tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios garantizados con su patrimonio.

Como se puede apreciar, a diferencia del caso de las sociedades tituladoras para cada conjunto de activos que se transfiere se deberá conformar una sociedad de propósito especial.

Una de las características principales de la sociedad de propósito especial es que para su

constitución no se requiere una pluralidad de accionistas; por tanto, se establece que en el supuesto que dicha sociedad sea controlada por un originador se deberán observar los siguientes requisitos:

a) en cada órgano colegiado debe haber por lo menos una persona independiente, no vinculada al originador;

b) se deberá contar con el voto aprobatorio de la persona independiente para solicitar la declaración de insolvencia;

c) los registros y estados financieros deberán ser llevados por personas independientes no vinculadas al originador.

Estas disposiciones protegen al inversionista, para que sean cumplidas las obligaciones derivadas de los valores colocados en los mercados de capitales, evitando que el control sobre la sociedad por parte del originador de los activos titulizados pueda de alguna manera obstaculizar la necesaria “transparencia” de la operación de titulización.

Al respecto, es de tomar en cuenta que el hecho que el originador sea el único accionista de la sociedad de propósito especial, aun cuando pueda estar controlado por normas restrictivas, tiene como efecto, tal como se ve de la experiencia internacional, que los valores tengan una clasificación de riesgo con una categoría menor a la que obtendrían si una empresa ajena al originador fuese el accionista principal de la sociedad de propósito especial.

## 4. DE LOS AGENTES DEL PROCESO.

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.

## 5. RÉGIMEN DE CLASIFICACION DE RIESGO.

Como una medida de protección al inversionista, la ley establece que dos clasificadoras de riesgo deberán efectuar la clasificación de los valores a emitirse con el análisis del patrimonio de propósito exclusivo que sirve de garantía, así como la calidad de la estructura de la operación de titulización de activos empleada, cuando se trate de:

- a) valores representativos de derechos crediticios;
- b) valores representativos de un derecho de participación del patrimonio fideicometido conformado principalmente por uno o más créditos.

En los demás casos la clasificación del riesgo es facultativa.

Asimismo, se establece que las clasificadoras de riesgo deberán mantener actualizados los análisis de las actividades y de la situación financiera del originador y del emisor, valiéndose de la información necesaria, pública o reservada, a fin de reflejar el respaldo patrimonial exacto de los valores emitidos.

La calificación del riesgo en los procesos de titulización resulta importante porque sirve como indicador del riesgo crediticio relativo, es decir, sobre el nivel de riesgo asociado con el pago oportuno de capital e intereses. Igualmente, mide el nivel de protección contra posibles “pérdidas crediticias” que se refiere a la magnitud de pérdida y consecuentemente de incumplimiento, ante la ocurrencia de un acontecimiento posible; y por último el “riesgo de mercado” de los activos crediticios que respaldan la emisión de los valores.

## 6. VENTAJAS DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS.

### 6.1. Mayor oferta de bienes y servicios en beneficio de los consumidores.

La primera ventaja del mecanismo de

titulización de activos es, a nuestro entender, que las empresas originadoras -al obtener mayores recursos mediante los procesos de titulización- estarán en condiciones de ampliar su negocio y por ende brindar una mayor y mejor oferta de bienes y servicios a los consumidores.

### 6.2. Incremento de las fuentes alternativas de financiamiento.

Como resulta evidente, la titulización de activos es una fuente de financiamiento alternativa, diferente a las ofrecidas tradicionalmente por el sistema financiero, que por las ventajas que ofrece se convierte en una opción interesante para la empresa originadora que se constituye en agente, toda vez que convierte sus activos ilíquidos o de lenta rotación en efectivo.

### 6.3. Posibilidad de reducción del riesgo para el inversionista.

El inversionista tiene un valor o título cuyo riesgo podría ser menor al de los activos objeto de la titulización. Una de las grandes ventajas de este mecanismo radica en que la calidad de los títulos no corresponde necesariamente a la calidad de los activos titulizados. Es a través de los mecanismos de cobertura (garantías), que se puede ofrecer al inversionista un producto final de menor riesgo y mejor calidad que los que corresponden estrictamente a los activos titulizados.

### 6.4. Reducción del costo de la transacción.

Esto es posible como consecuencia de que la empresa deficitaria (originador) accede directamente a los mercados de capitales sin recurrir a los tradicionales intermediarios del sistema financiero. Adicionalmente, si se tiene la posibilidad de mejorar el índice de riesgo de los activos objeto de la titulización disminuye el costo de financiamiento para la empresa, dentro del concepto de tasa versus riesgo, factores que guardan una relación directamente proporcional.

### 6.5. Mejora de indicadores financieros.

El proceso de titulización mejora el *ratio* de liquidez, al transferirse activos ilíquidos o de lenta rotación y obtenerse efectivo. Asimismo, existe un incremento de la utilidad sin variación en el activo total ni en el patrimonio, ya que al obtenerse efectivo como

producto de la operación de titulización, la empresa originadora adelanta la utilidad proyectada por dichos activos ilíquidos y a su vez cuenta con dinero para reinvertirlo en el giro propio del negocio.

#### **6.6. Correspondencia adecuada de plazos entre activos y pasivos.**

Atendiendo a que una de las características esenciales de los activos a titulizarse es que produzcan un flujo de caja estadísticamente predecible en el tiempo, este mecanismo permite adecuar los plazos en las obligaciones de pago que surgen de los títulos a emitirse con el flujo proveniente de los activos titulizados, a consecuencia de lo cual existe la posibilidad de manejar con mayor eficiencia la coincidencia de plazos entre las operaciones activas y pasivas de la empresa que utiliza este mecanismo.

#### **6.7. Profundización del mercado de capitales por mayor variedad en la oferta de títulos.**

La implementación y desarrollo de la titulización de activos ampliará sustancialmente la oferta de títulos a ser emitidos en los mercados de capitales, otorgando mayores posibilidades de inversión en títulos seguros y rentables a los agentes en general y a los inversionistas institucionales en particular.

### **7. TRATAMIENTO TRIBUTARIO.**

Complementariamente a la regulación de la titulización de activos en nuestro país, se dictaron las normas tributarias aplicables a dichos procesos, las cuales tienen vital importancia para la operación, toda vez que se trata de un mecanismo alternativo de financiamiento, donde todos los costos, incluido el tributario, son importantes para determinar la viabilidad o no del proceso.

En primer lugar, cabe indicar que se considera persona jurídica para los fines del impuesto a la renta a los patrimonios fideicometidos de sociedades tituladoras.

Esto implica que, para efectos tributarios, los ingresos y ganancias obtenidas por los patrimonios fideicometidos (patrimonios autónomos) deberán ser declarados por ellos como si se tratara de auténticas sociedades anónimas.

Conforme lo estableció la Ley No. 26731, los

patrimonios fideicometidos constituidos mediante fideicomiso de titulización y los patrimonios de las sociedades de propósito especial se encontraban inafectos al impuesto mínimo a la renta, vigente hasta el mes de mayo del presente año. Actualmente, dichos patrimonios se encuentran inafectos al impuesto extraordinario a los activos netos (IEAN) en virtud que son aplicables a este último tributo, las inafectaciones y exoneraciones establecidas para efectos del impuesto mínimo a la renta.

---

**La primera ventaja del mecanismo de titulización de activos es, a nuestro entender, que las empresas originadoras -al obtener mayores recursos mediante los procesos de titulización- estarán en condiciones de ampliar su negocio y por ende brindar una mayor y mejor oferta de bienes y servicios a los consumidores**

---

En estos casos, es el fideicomitente (originador) quien debe considerar dentro de sus activos, para efectos del pago del IEAN, el valor de los bienes transferidos al patrimonio autónomo.

Asimismo, a fin de incentivar la participación de los inversionistas en estos modernos mecanismos de financiamiento, se ha establecido que los valores representativos de participación de patrimonios fideicometidos de sociedades tituladoras y acciones de las sociedades de propósito especial deben excluirse del valor de los activos para efectos de la determinación del IEAN a cargo de los inversionistas.

Por otro lado, se exonera del impuesto a la renta, hasta el año 2,000, a las siguientes rentas:

1) **Intereses:** Cualquier tipo de interés de tasa fija o variable así como incrementos o reajustes de capital que provengan de valores mobiliarios, nominativos o a la orden representativos de deudas emitidos por patrimonios fideicometidos de sociedades tituladoras, siempre que la colocación sea por oferta



pública hecha de acuerdo a la Ley del Mercado de Valores. En caso de oferta privada, sólo opera la exoneración cuando los valores se dirijan exclusivamente a inversionistas institucionales o cuando el valor nominal de los valores ofertados sea igual o superior a S/. 250,000.

2) **Ganancias de Capital:** Aquellas que provengan de la venta de valores mobiliarios inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) realizada a través de mecanismos centralizados de negociación; la redención y rescate de valores mobiliarios nominativos o a la orden representativos de deuda colocados a través de oferta pública por patrimonios fideicometidos constituidos o establecidos en el Perú, y; la redención o rescate de valores representativos de participación de patrimonios fideicometidos de sociedades tituladoras emitidos por oferta pública.

Finalmente, conviene señalar que, si bien se han efectuado importantes precisiones relacionadas con el régimen del impuesto a la renta aplicable a los fideicomisos de titulación, lo mismo no ha sucedido con el caso del impuesto general a las ventas (IGV).

En este contexto hay que tener en cuenta que, para la constitución de un patrimonio fideicometido, el fideicomitente debe “transferir la propiedad de los activos sujetos a fideicomiso” a la nueva persona jurídica.

Ello podría dar lugar a que se interprete que se trata de una operación afecta al IGV, pues este tributo grava la “venta de bienes en el país”, entendida ésta como todo acto por el que se transfieren bienes a título oneroso, independientemente de la designación que se dé a los contratos o negociaciones que originen esa transferencia y de las condiciones pactadas por las partes.

Entendemos que no ha sido intención del legislador afectar con el IGV a este tipo de transferencias patrimoniales, pues de lo contrario se incrementarían de manera importante los costos de estas operaciones financieras. Por tal razón, sería conveniente que se efectuara una precisión legislativa sobre el particular, exonerando expresamente de la aplicación del IGV a las transferencias de bienes efectuadas en los procesos de titulación de activos.

## 8. ¿CUÁNDO CONSTITUIR UNA SOCIEDAD TITULADORA Y CUÁNDO UNA DE PROPÓSITO ESPECIAL?

Esta es una de las primeras preguntas que las empresas interesadas en desarrollar permanentemente la titulación de activos deben hacerse. Por lo tanto, reseñaremos algunos aspectos que pueden ser útiles para decidir la alternativa que más se adecue a los requerimientos de los participantes.

Es importante recordar que la **sociedad tituladora** se desempeña como fiduciario-administrador en diversos procesos de titulación de activos de manera simultánea o sucesiva, en tanto la **sociedad de propósito especial**, como su nombre lo indica, únicamente se constituye para realizar una operación de titulación de activos.

Ahora bien, consideramos que existen 3 factores determinantes para elegir una u otra modalidad, cuyas ventajas y desventajas indicamos a continuación:

1) **Capital.** Al respecto, cabe señalar que la sociedad tituladora debe contar con un capital mínimo de S/. 750,000 el cual deberá aumentarse en razón de los patrimonios fideicometidos sujetos a su dominio, además de mantener un ratio del 50% de sus pasivos y del doble de las garantías otorgadas. Sin embargo, en el caso de sociedades de propósito especial no se requiere capital mínimo y el patrimonio de propósito exclusivo es el patrimonio de la misma sociedad, que está conformado por los activos objeto de titulación.



2) **Infraestructura.** Como resulta evidente, la sociedad titulizadora debe contar con los recursos humanos y tecnológicos suficientes para administrar correctamente todos los patrimonios fideicometidos y las emisiones de valores producto de la titulización, de manera independiente, ordenada y eficiente, lo cual incluye un factor fiduciario (administrador) para cada fideicomiso de titulización y una comisión administradora cuando las circunstancias lo ameriten. En tanto, la sociedad de propósito especial necesita en principio de una menor infraestructura, ya que sólo administra un patrimonio y la emisión respectiva.

3) **Autorización de organización y de funcionamiento de CONASEV.** Las sociedades titulizadoras deben contar con la autorización de organización y funcionamiento de CONASEV, además de la inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), en tanto que la constitución de una sociedad de propósito especial únicamente requiere la inscripción en el RPMV si la emisión va a ser por oferta pública.

Desde la perspectiva de los que quieren ingresar permanentemente al negocio financiero de la titulización de activos, fundamentalmente como estructuradores y emisores, consideramos que un estudio de mercado sobre la potencial demanda de activos por titular resulta fundamental para elegir el vehículo a utilizar (sociedad titulizadora o sociedad de propósito especial).

Si deseamos incursionar en el negocio de la titulización de activos con una inversión no muy significativa y un mercado reducido, entonces es preferible ofrecer los servicios bajo la modalidad de

una sociedad de propósito especial, en la cual basta un sólo accionista, no requiere de capital mínimo, la infraestructura en principio es reducida y no necesita de la autorización de organización y funcionamiento de CONASEV. Sin embargo, es de resaltar que dentro de sus costos deberá incluirse tanto la constitución como la disolución y liquidación de la sociedad, lo que incrementa el costo final de la operación.

Ahora bien, si la demanda potencial es interesante y se pretende incursionar de una manera importante en el negocio, consideramos que la opción a evaluar sería la de constituir una sociedad titulizadora, ya que si bien debe aportarse un capital mínimo, tramitar las autorizaciones pertinentes y dotarla de la infraestructura adecuada tiene la ventaja de aprovechar sus recursos en varios procesos de fideicomisos de titulización, disminuyendo sus costos y tornándose más competitiva, adicionando la experiencia que adquieren sus funcionarios por el manejo de diversas operaciones de manera simultánea, lo cual redundaría en beneficio de todos los participantes y del mercado en general.

La modalidad de la sociedad titulizadora permite desarrollar un negocio de mayor escala en el rubro de la titulización de activos, que ha sido muy exitoso en otros países y tiene muy buenas perspectivas a futuro en el Perú.

Para concluir, estamos seguros que la titulización de activos, como mecanismo alternativo de financiamiento, será de gran utilidad para las empresas que hagan uso de él. Es en este contexto, que todos los participantes tenemos el compromiso de adquirir la mayor experiencia posible en su desarrollo, a efectos de lograr máxima eficiencia en su utilización. ☞