

TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

Javier Benavides Gonzales*

INTRODUCCIÓN

La velocidad que ha tenido el desarrollo a nivel mundial de las estructuras de titulización de activos en las relaciones económicas de nuestro tiempo no deja de sorprender a propios y extraños, pues expande a niveles antes no sospechados la capacidad de generar valor y sirve también como herramienta para producir nuevos instrumentos de inversión y financiamiento.

Sin embargo, podemos señalar que las titulizaciones no son más que un mayor desarrollo de estas estructuras de inversión y financiamiento. Con ello, no pretendemos negar la gran facilidad que tienen de amoldarse a las necesidades de los agentes económicos ni su capacidad de dispersión de riesgos y beneficios que ayuda a estabilizar y compensar estructuras antes difíciles de manejar, no obstante dejamos entrever que los fundamentos sobre los cuales se basan este tipo de operaciones son de por sí conocidos, debiéndose este desarrollo a la adecuada mezcla de conceptos jurídicos y económicos que se entrelazan en una titulización de activos.

Por ello, podríamos afirmar que cualquier persona podría, eventualmente, lograr una estructura de titulización acorde con sus necesidades. Lo difícil estriba precisamente en lograr el equilibrio óptimo que permita ofrecer seguridad y atractivo para todos los partícipes de operaciones de esta índole. Por ello, resulta de interés repasar brevemente aquellos fundamentos que sustentan una operación de titulización de activos, así como algunos puntos particulares que atañen a un adecuado desarrollo de esta nueva herramienta de financiamiento e inversión.

En los últimos años el desarrollo de los procesos de titulización ha aumentado tanto en calidad como en cantidad, con una velocidad vertiginosa, a nivel mundial, habiéndose incrementado notablemente la importancia de tales procesos a lo largo de dicho período.

En el presente artículo, el autor se centra en este importante aspecto del Mercado de Valores, haciendo una breve descripción de su evolución, para luego describir y analizar sus características, resaltando las ventajas de dicha figura.

* Contador Universidad del Pacífico. Participó en la Comisión que estructuró el actual Reglamento de Procesos de Titulización de Activos.

I. CONCEPTOS BÁSICOS SOBRE LAS TITULIZACIONES

Las titulizaciones de activos no resultan una actividad nueva en el mundo; la estructura, su estrecha ligazón con la ingeniería financiera moderna y el nombre no resultan nuevos. Ya en 1880 era la venta y traspaso de préstamos y deudas o participaciones un hecho común en la Inglaterra post-industrial. Incluso hay historiadores que datan el traspaso de ventas futuras de arroz entre señores feudales en el Japón del siglo XII¹.

El término "titulización" deviene de una simple conversión de un sustantivo ("título") en un verbo. De igual manera, no existe en el Diccionario Webster de la Lengua Inglesa un vocablo llamado *securitize* o *securitization*. Lo que sí existe en definitiva es el concepto subyacente a dichos términos: el convertir en un título algo que no lo es (o que no lo es aún). De igual manera, en cada país recibe este mecanismo un término que se adecúa al mercado. De ese modo escuchamos securitización (México), titularización (Colombia y Argentina) y titulización (España).

El término "título" nos lleva, de acuerdo con la doctrina, a pensar en la representación de un derecho sobre ese algo a través de una manifestación cartular, lo cual resulta una definición restringida, debiendo entenderse que dicha representación se expresará en un valor. En el significado extenso del término, queda entendido que dicho valor no necesariamente deberá contar con la característica de ser "mobiliario", aunque dicha característica sea exigencia en mercados organizados de valores.

Esta conversión en un bien más fácilmente negociable brinda beneficios económicos por reducir el riesgo de no poder hacer rápidamente líquidos a los valores. El término titulización de activos no representa más que la conversión de un activo (o de un potencial activo) en un valor. Obviamente, debido a la naturaleza financiera de los valores, los activos subyacentes deben ser generadores de flujos de efectivo.

La razón por la cual las figuras de titulización de activos se vuelven cada vez más frecuentes en el mundo se debe a las mayores necesidades de financiamiento a menores tasas, aprovechando cada vez mejores y más perfectas maneras de optimizar el uso de activos. Los tiempos en los cuales las personas recurrían exclusivamente a la banca convencional para obtener los fondos necesarios para el desarrollo de sus actividades actuales y futuras resultan ya leja-

nos. El mayor acceso al crédito no intermediado hace que la competencia por los fondos del público se vuelva tenaz, obligando a los intermediarios financieros a pasar de la condición de meros prestamistas a estructuradores de complejas figuras financieras que buscan maximizar el provecho que puedan obtener sus clientes del dinero recibido, actividad que les permitirá enfrentar la fuerte influencia de la desintermediación financiera. Ello ha dado vida a un nuevo tipo de banca: la Banca de Inversión.

El Perú, país cuya apertura económica ha logrado modificar dramáticamente la manera de financiarse de las empresas en menos de diez años, no se encuentra apartado de dichas tendencias. Una década atrás resultaba la emisión de bonos corporativos un completo misterio para la gran mayoría de grandes empresas, aun cuando legislativamente ya se encontraba prevista dicha forma de endeudamiento empresarial. Sus ejecutivos, muchas veces posgraduados de universidades de prestigio en el país y el extranjero, se veían de manos atadas al no poder acceder a una vía de crédito que gozara de la confianza del público y que requería para su desarrollo de dos principios básicos: reglas claras y señales de estabilidad económica.

Hoy, una emisión de bonos corporativos ya no tiene mayores impedimentos. El único, y quizás el más peligroso, se ve representado por la estructura familiar y cerrada de muchas empresas, la cual desincentiva la emisión de valores que logren develar los secretos empresariales, confundidos entonces con los familiares. La estructuración de valores de oferta pública resulta sumamente difícil en dichas empresas por la gran barrera que significa el dar información al mercado sobre propiedad empresarial que se considera parte del secreto familiar, ya sea por celo o por esconder ineficiencias que, de mantenerse, lograrían poner en situación poco competitiva a la empresa.

Al igual que la emisión de bonos corporativos, la titulización de activos encierra muchos misterios que deben ser develados y entendidos por los agentes financieros, y que sólo el tiempo y el interés de los participantes en estos procesos podrán aclarar.

II. HISTORIA Y DESARROLLO DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

II. 1. Los inicios

El fideicomiso, la figura natural para la titulización de activos, es una institución que fue creada para enfren-

¹ BREALEY, Richard y STEWART, Myers, "Principles of Corporate Finance", Quinta Edición, N.Y., Mc Graw Hill, 1996.

tar 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 raíces, a través de una transmisión de los bienes hacia una persona de confianza que obraba en provecho de aquéllos a quienes en realidad se quería beneficiar².

Aprovechando esta figura, muchas empresas logran en la actualidad transferir activos para lograr adelantos de dinero que se ven garantizados con estos activos o con nuevos activos conforme se generen. En una operación de titulación de activos, esta transferencia de derechos, bajo la forma de un contrato de fideicomiso, declara como beneficiarios a los tenedores de los valores que se emiten con cargo al patrimonio fideicometido y finaliza una vez otorgados todos los beneficios pactados con los beneficiarios.

En los Estados Unidos - cuna de la titulación de activos tal como la conocemos hoy en día - se buscó un mecanismo que permitiera ampliar la base del crédito hipotecario sin dañar a las instituciones financieras por exceso de concentraciones en los mismos, lo que hubiese podido perjudicar su cartera global. Para ello, se hizo necesario desplazar dichas deudas hipotecarias hacia el Mercado de Valores, lo cual se logró a través de la titulación de activos.

Ya desde el año 1938 existía la *Federal National Mortgage Association* (FNMA), la cual operaba comprando y vendiendo hipotecas en el mercado secundario con el objetivo de activar este mercado en los Estados Unidos, de crear mecanismos de entrada y salida a este mercado para los diversos agentes financieros. Ello ayudó a que éstos puedan liberar parte de su cartera y administrar de mejor manera su portafolio de colocaciones. Sin embargo, dicho mecanismo resultaba estrecho para el planeado mayor desarrollo de la construcción en dicho país.

Por ello, se optó en 1968 por escindir dicha institución en dos entidades similares: una de índole estatal (la *Government National Mortgage Association* o GNMA) y otra de propiedad privada, aunque auspiciada por el Congreso (la *Federal National Mortgage Association* o FNMA), cuyas funciones son las de participar activamente como promotores del mercado secundario de créditos hipotecarios y, en la medida de lo posible, garantizar el pago puntual de principal e intereses

para las deudas hipotecarias en caso de incumplimiento por parte de los deudores, en general pequeños propietarios. Dicha garantía operaba bajo el cumplimiento de ciertos requisitos tanto para el deudor hipotecario como para la institución que brindaba dichos préstamos.

Gracias al nacimiento de la GNMA, se emitieron en 1970 los primeros MBS (*Mortgage-Backed Securities*) de parte de las instituciones de crédito hipotecario estadounidenses. Dichos títulos tenían la característica de otorgar un derecho proporcional e indiviso sobre un conjunto de créditos hipotecarios (extendiéndose a las hipotecas).

Luego, sobre el camino trazado por las entidades oficiales, la titulación de activos cobró auge primero en los Estados Unidos y luego en el resto del mundo. Sin embargo, cabe mencionar que dicho desarrollo se ha visto obstaculizado, e incluso impedido, en algunos países por la necesidad de adecuar la legislación para facilitar la realización de dichas operaciones, siendo necesario buscar el perfeccionamiento de las estructuras de titulación sin riesgos excesivos desde el punto de vista jurídico, registral, económico y tributario.

II.2 Estructuras de Titulaciones

Una titulación no es más que una emisión de valores basada en los flujos dinerarios que brinda un grupo de activos que se encuentra separado en un vehículo apropiado para tal fin, el cual puede ser un fideicomiso u otra entidad que brinde similares fines, tal como puede ser una sociedad anónima con un fin social restringido. Ambas son formas aceptadas por nuestra legislación³ y, en el caso de la sociedad anónima, ésta recibe el nombre de Sociedad de Propósito Especial. A continuación presentamos un esquema estándar de titulación.

1. Los activos son originados por una empresa y se encuentran financiados por pasivos o capital de ella. A la empresa se le conoce como el originador y recibe los flujos de fondos (cobranzas) antes de iniciarse la titulación.
2. Una vez que se haya obtenido un portafolio de activos suficientemente grande y homogéneo, éstos se analizan como un portafolio y luego se venden o se asignan a una tercera entidad confor-

² CHANDLER, Roy y Dr. Iwan Davies, "Securitisation: Legal and Accounting Implications", Mimeo presentado en el Congreso Anual de la Asociación Europea de Contabilidad, Venecia, Italia, 1994.

³ DOMÍNGUEZ, Jorge, "El Fideicomiso", Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1995

mada con el propósito específico de separar los activos. El vehículo de propósito exclusivo es por lo general un fideicomiso que es administrado por una sociedad titulizadora o una empresa creada específicamente para tal fin – la sociedad de propósito especial contemplada en el Decreto Legislativo 861, Ley de Mercado de Valores –.

3. La administración de los activos se suele encargar al originador, por ser éste el que mantiene la relación con sus clientes (deudores).
4. El vehículo de propósito exclusivo emite valores mobiliarios (en el caso de un fideicomiso de titulización, los emite una sociedad titulizadora) para poder financiar la “compra” al originador de los activos. Esta compra es, por lo general, sin recurso, para poder así asegurar la separación de los activos del balance del originador.
5. Los inversionistas adquieren los valores una vez que hayan analizado la capacidad de pago de los flujos provenientes del conjunto de activos “titulizados”. En el caso de emitirse instrumentos de deuda, el riesgo de éstos se encuentra calificado por dos empresas clasificadoras de riesgo, cuya metodología es supervisada por CONASEV.
6. El vehículo de propósito exclusivo transfiere los excedentes respecto de lo pactado con los inversionistas al originador. Para efectos prácticos, el originador mantiene las relaciones comerciales con sus deudores y los beneficios económicos de la generación de los activos (continúa administrando el portafolio de activos “titulizados” y continúa registrando las ganancias que provienen de la generación de los activos – por lo general ventas).
7. El administrador realiza las labores de cobranza y dirige los flujos dinerarios hacia el vehículo de propósito especial.
8. Los flujos dinerarios que se generan de los activos se usan en el repago de las obligaciones nacidas de la emisión de los valores.

III. MOTIVACIONES BÁSICAS PARA ESTRUCTURAR TITULIZACIONES

A primera vista, el optar por una titulización de activos nos lleva a pensar en una estructura de mayor y más

fácil ejecutabilidad que la afectación específica de un grupo de activos de un deudor, pues brinda mayor respaldo a una deuda que se emite frente a terceros, además de tener facilidad de negociación por ser valores mobiliarios.

Sin embargo, no solamente debemos considerar en una titulización de activos una mayor capacidad crediticia de un deudor determinado por efectos de la afectación de un grupo de derechos o de activos, sino también la creación de una entidad distinta y separada de éste que genera los flujos dinerarios necesarios para responder frente a una obligación, que puede ser de carácter crediticio o de carácter participativo en sus resultados.

Como mencionamos líneas arriba, resulta lógico pensar que el convertir activos en valores debe llevar a una situación que resulte de mayor provecho para las personas que efectúen dicha operación. La clave de titularizar resulta precisamente en identificar qué parte del activo de una empresa o de un proyecto puede beneficiarse en mayor medida de esta conversión.

La guía es sencilla: un título suele ser mucho más fácilmente ofertable que un sofisticado activo. En segundo lugar, podemos decir que un título vendido sobre un activo implica la venta de derechos sobre dicho activo y sus frutos, enajenándose así también sus riesgos.

Al hablar de un valor mobiliario que representa derechos sobre un activo o un grupo de activos, en el cual se encuentren incluidos, de manera limitada o no, los riesgos y beneficios sobre él o sobre ellos, estaremos refiriéndonos a valores creados a partir de una operación de titulización de activos. Incluso, el valor mobiliario podría ser estructurado para dar derechos limitados sobre los frutos de los activos, como podrían ser títulos de índole crediticio que se paguen con la generación de activos de una operación empresarial o con el usufructo de un grupo de activos, en cuyo caso, los activos sustentarán el pago de principal e intereses, tras lo cual el derecho sobre los activos concluye. También pueden estructurarse emisiones de valores que den derechos irrestrictos⁴ sobre los frutos de los activos mientras éstos existan o por un período limitado. En realidad, la capacidad de crear títulos que brinden derechos acordes con aquéllos que los inversionistas consideren atractivos resulta limitada sólo por la imaginación.

⁴ Estados Unidos de América, “The Small Business Job Protection Act”, 1996.

Para efectos de mayor amplitud, trataremos de analizar bajo una perspectiva local las cinco motivaciones del originador⁵ presentadas por Schwarcz⁶, las que consideramos lo suficientemente generales y claras respecto de los razonamientos por los cuales la decisión de titularizar activos resulta la más adecuada para una circunstancia particular:

1. Remoción de activos del balance, así como su financiamiento asociado.
2. Obtención de costos totales de financiamiento menores.
3. Obtención de una base de inversionistas variada.
4. Obtención de financiamiento cuando éste no es posible de otra manera.
5. Equiparación de activos y pasivos financieros.

El orden de estas motivaciones depende obviamente del originador, que es el ente que busca obtener fondos para así cumplir con sus objetivos corporativos. Pueden surgir así mismo otras motivaciones, por lo que el orden mencionado resulta relativo.

III.1. Remoción de Activos y Financiamiento Asociado

Una de las posibilidades que abren los modernos procesos de titularización se refiere al aislamiento de un activo financiero⁷ y su financiamiento respecto de la empresa que lo genera, con lo cual se logra la remoción de los mismos de las cuentas y reportes del negocio.

Esa labor facilita al originador la orientación del costoso y escaso capital propio hacia actividades del negocio mucho más necesitadas de financiamiento. Las mayores necesidades de tesorería hacia inversiones en tecnología y servicio a los clientes que requieren en la actualidad las empresas hacen más difíciles las asignaciones de capital y por extensión, hacen que actividades tales como el financiar a los clientes de un negocio (a través de créditos y facilidades) resulten cada vez más onerosas respecto del costo de oportunidad que ofrecen. El manejo estratégico de las finanzas de la empresa puede requerir de la determinación de "titularizar" activos para hacer factibles los objetivos empresariales.

Los mecanismos de separación de activos de empresas que requieren financiamiento pueden hacer que

se logre un mejor equilibrio en el conjunto de acreedores, así como en sus plazos y garantías asociadas, lo cual impulsa el desarrollo de políticas de endeudamiento más sanas.

Debemos notar además que al extraer los activos financieros y la deuda asociada a dichos activos del balance de la empresa, se logra que indicadores financieros tales como los de endeudamiento patrimonial y de capital/activos varíen hacia niveles de mayor aceptación dentro de la industria.

Tratándose de instituciones financieras, deberán tenerse en cuenta los Acuerdos de Basilea como una motivación para el mejor manejo de los activos de estas entidades. Dichos acuerdos, adoptados en julio de 1988 por el Comité de Regulación Bancaria y Prácticas de Supervisión de Basilea⁸, establecen las bases para la medición de estándares mínimos a cumplir por los bancos comerciales. Dichos acuerdos han sido suscritos por las autoridades reguladoras de la actividad bancaria en el Perú y su contenido se encuentra en las normas que rigen dicha actividad (Ley 26702 y circulares de la Superintendencia de Banca y Seguros).

Esos estándares de medición implican la fijación de indicadores de colocaciones bancarias respecto del patrimonio del banco, así como la asignación de ponderaciones por riesgo a determinados activos financieros y obligaciones bancarias no contenidas en su balance. Los bancos, en la disyuntiva entre reducir su nivel de colocaciones -y limitar el espectro de negocios- o aumentar su capital o patrimonio efectivo, encuentran una salida satisfactoria en la titularización de su cartera para el cumplimiento de dichos estándares.

Estas regulaciones específicas para las instituciones financieras no impiden que dichas entidades tengan otras motivaciones que sean similares a las de otros agentes en busca de financiamiento.

III. 2. Obtención de Costos Totales de Financiamiento Menores

Si bien el obtener financiamiento en sí resulta una labor difícil y muchas veces tortuosa, el conseguirlo a un costo razonable para los fines empresariales y

⁵ Euromoney, "Asset Securitization in Emerging Markets", London, Euromoney Books, 1997.

⁶ KANE, Gregory, "The Problem of How to Account for Asset Securitization Transactions", En Journal of Accounting Education, London, Vol. 15, pp. 39-51.

⁷ KRAVITT, Jason, "Securitization of Financial Assets", NJ, EU, Aspen Law & Business, 1996.

⁸ LISOPRAWSKI, Silvio, "Contratos Bancarios", Buenos Aires, Ediciones Depalma 1990.

dentro de los plazos necesarios se convierte en una fatigosa tarea que debe ser afrontada con seriedad e imaginación.

De acuerdo con la teoría financiera, el costo del financiamiento depende tanto del riesgo que el prestamista calcula que debe asumir por desembolsar el dinero como de la rentabilidad que desea obtener del negocio de otorgar préstamos, además de los costos de la transacción en sí.

Dado que nos encontramos, de manera relativa, en un mercado en el cual hay suficientes oferentes como demandantes de dinero para cada "nivel" de riesgo, podríamos eliminar la posibilidad de arbitrariedades en la determinación de la rentabilidad que se desea obtener en otorgar préstamos.

En consecuencia, bajo la existencia de un mercado de capitales con cierto desarrollo, se puede inferir que una percepción de menor riesgo en una operación particular de financiamiento puede lograr que el inversionista exija una menor rentabilidad, al lograrse mayor certidumbre en que el principal que otorgue podrá regresar a sus manos debidamente compensado con los intereses que genere y que haya pactado. Si una operación de titulización de activos logra esta percepción de menor riesgo frente a otras alternativas que tenga un agente con déficit dinerario, se obtiene una motivación que hará que se prefieran las operaciones que tratamos en estas páginas.

Componentes importantes del menor riesgo, como se explicó brevemente en párrafos anteriores, se desprenden de la separación patrimonial del grupo de activos que se desligan del agente financiado, lo cual permite otorgar al dador de fondos: a) una garantía de pago superior a otras afectaciones posteriores que se tomen; b) una separación del flujo de pagos de una persona que tiene un riesgo distinto por las otras actividades económicas que desempeña; c) una efectiva separación del riesgo de insolvencia o quiebra del originador que no afecta a los valores emitidos o, en todo caso, disminuye los efectos de dicha ocurrencia; y d) mayores facilidades para liquidar el patrimonio de propósito exclusivo que se genera en caso surjan causales para ello.

Adicionalmente, debemos tener en cuenta que, en el caso de empresas que por su tamaño no tienen acceso al Mercado de Capitales, cabe siempre la posibilidad de sindicarse con otras tantas sus activos para que, de la mano de un estructurador (un banco de inversión o sociedad titulizadora), logren un volumen ofertable en el Mercado de Capitales. Ello les otorgaría una

calificación de riesgo frente al mercado que estará en relación directa con el volumen y calidad de la cartera trasladada, además de brindarles acceso al Mercado de Capitales que de otra manera difícilmente tendrían. Opciones como éstas, puestas al alcance de medianas empresas, mejoran las oportunidades de financiamiento, a la vez que disminuyen costos.

III. 3. Obtención de una Base Variada de Inversionistas

Esta tercera motivación, que impulsa a un originador a estructurar valores que atraigan a inversionistas no necesariamente interesados en adquirir valores emitidos directamente por el originador, es aplicable únicamente a aquellos emisores de valores ya usuales en el Mercado de Capitales.

La idea de este "surtido" de valores se debe a que la mayoría de inversionistas institucionales tienen restricciones respecto del monto que pueden invertir en valores emitidos por el originador. Nótese que en el caso de titulizaciones el emisor de los valores es una sociedad titulizadora o una sociedad de propósito especial.

De esta manera el agente que busca financiarse puede acceder a varios tipos de inversionistas sofisticados con distintos intereses, de tal manera que no sature un segmento del mercado que haga que su costo de financiamiento se incremente por razones ajenas a sus condiciones económicas o perspectivas.

Es importante remarcar que, por el volumen requerido de valores puestos en circulación, no son numerosas las empresas que pueden llegar a este nivel de sofisticación frente a los inversionistas en el Mercado de Capitales peruano.

III. 4. Obtener Fuentes de Financiamiento Alternativas

Cuando se atraviesan épocas de recesión las instituciones financieras suelen recortar el flujo de fondos prestables a una gran cantidad de instituciones por cuestiones de prudencia. Del mismo modo, en épocas de auge económico, los bancos tienen el problema inverso, pues no tienen suficientes fondos para poder suplir la demanda de dinero y espacio para las colocaciones atractivas que se suelen crear. Ambos estados de la economía afectan la capacidad de financiamiento de las empresas, por lo que es necesario hallar formas alternativas que permitan incrementar las posibilidades del financiamiento (garantías específicas, cuentas de reserva, restricciones autoimpuestas de reparto de dividendos, etc.) o que posibiliten la obtención de recursos financieros por fuentes antes no

usadas, las cuales se encuentran principalmente en los Mercados de Capitales.

Una de las maneras de hallar financiamiento o de atraer inversionistas que deseen otorgar fondos a tasas de interés menores, es a través de la oferta de valores de alta capacidad de pago que estén respaldados por flujos dinerarios que provengan de activos especialmente separados con el objetivo de honrar la deuda contraída. Ello atraería incluso a algunos inversionistas que de otra manera no estarían dispuestos a prestar dinero a tales empresas bajo distintas circunstancias. Las operaciones de titulización de activos pueden lograr que algunas actividades de la empresa que busca dinero se “autofinancien”, al traspasar a los inversionistas los derechos sobre los flujos de realización de un grupo de activos (en la mayoría de casos, cuentas o efectos por cobrar). Ello, consecuentemente, alivia a las empresas de la labor de financiar sus actividades y permite focalizar los esfuerzos en áreas estratégicas que requieren atención.

III. 5. Equiparar Activos y Pasivos Financieros

Una última motivación para optar por estructuras de titulización surge desde el punto de vista del financiamiento de los activos financieros que posee la empresa, es decir, de los fondos que usa la empresa para poder mantener el efectivo que posee, los créditos que otorga a sus clientes y otros activos que en el futuro le significarán un ingreso de dinero. Todos los activos financieros de una empresa tienen vencimientos, sean explícitos o implícitos, que no son más que la conversión en efectivo de los derechos que otorgan dichos activos (intereses, principal, ganancias, etc.). Si el originador no se preocupa de (o no puede) adecuar los vencimientos de sus activos financieros con el financiamiento que permitió obtenerlos, se corre el riesgo de no poder honrar oportunamente las obligaciones contraídas (pasivos financieros).

Muchas veces el afán de conseguir financiamiento hace que éste se logre de manera desorganizada, sin mayor relación entre los vencimientos de los activos y los pasivos financieros. El riesgo que se asume no solamente es el de incumplimiento en sus pagos, sino también el de incurrir en pérdidas al comparar los costos de financiamiento con las ganancias atribuibles a dichos activos.

Una titulización sobre un conjunto de activos financieros puede, por definición, resolver dicho problema al equiparar el vencimiento de los valores que se emitan con el vencimiento de los activos que se busca financiar, bajo perspectivas similares de tenor y pre-

cio. La simplicidad a mantener en este tipo de instrumentos es crítica, pues la emisión de valores debería contar con características similares a los activos individuales que se encuentran dentro del vehículo de propósito exclusivo que respalda los valores. Es por ello, que los activos que conformen dicho vehículo deben ser homogéneos en forma, plazos y términos. Como ejemplo, una titulización basada en cuentas por cobrar comerciales debería ser estructurada como una emisión de instrumentos de corto plazo (“papeles comerciales”) que coincidan en plazo con el promedio ponderado de los vencimientos de los instrumentos (facturas, letras, pagarés) que constituyen este conjunto de activos. De esta forma, la empresa financia cuentas por cobrar de corto plazo con obligaciones de igual o similar duración.

IV. VEHÍCULOS DE PROPÓSITO EXCLUSIVO

La flexibilidad que brinda la titulización de activos no serviría de nada si el tenedor de los títulos no pudiera contar con la seguridad de que los activos -y sus frutos- puedan efectivamente servir de respaldo de dichos títulos. Asimismo, resulta acertado, en la medida de lo posible, aislar dichos activos y sus frutos del originador, de tal manera que la evaluación de riesgo y rentabilidad se vea restringida a la performance de dichos activos. El peligro de insolvencia del originador es uno de los riesgos que se consigue menguar, e incluso eliminar, al estructurarse un proceso de titulización de activos. Como segundo objetivo, podemos considerar el restringir la injerencia en el manejo de los fondos que tenga el originador como una sana defensa de los tenedores de los valores.

Los procesos de titulización de activos requieren transparencia de parte del originador o transferente de los activos. Estos procesos logran aislar el riesgo de insolvencia y quiebra que pudiese afectar al propietario de los activos. Ello obliga a buscar que los activos tengan la base de un financiamiento que práctica y legalmente sea independiente de dichas causales de insolvencia, para lo cual resulta altamente deseable que la calidad crediticia de los activos a ser titulizados se muestre no ligada a la calidad crediticia del originador de dichos activos. El vehículo de propósito exclusivo es precisamente la “envoltura” que servirá para la mencionada separación e impedirá que los acreedores se afecten como consecuencia de la insolvencia del originador.

Un vehículo de propósito exclusivo debe lograr ser una “entidad diseñada de tal manera que la insolvencia a causa de sus propias actividades resulta improbable y que se encuentra debidamente protegida de

las consecuencias de la insolvencia de cualquier otra parte relacionada⁹”.

Las áreas o aspectos que deben ser considerados en la formación de la estructura de un vehículo de propósito exclusivo deben ser al menos los siguientes:

- Las actividades de negocio admitidas para el vehículo de propósito exclusivo.
- Las obligaciones con terceros permitidas a dicho vehículo.
- Los derechos de los futuros tenedores de valores y probables responsabilidades frente a terceros por los activos del vehículo o procesos contra dichos activos.
- La estructura interna del vehículo.
- El proceso de toma de decisiones respecto del posible inicio de un caso de declaración voluntaria de quiebra; y
- La estructuración del vehículo conducente a la reducción de las probabilidades de una declaración de insolvencia involuntaria (promovida por terceros).

El vehículo de propósito exclusivo debe calificar como una entidad “sin pasado”, típicamente un fideicomiso, una sociedad recientemente creada o incluso una empresa ya existente con limitados pasivos. Las actividades del vehículo deben ser restringidas a aquellas necesarias y apropiadas para la estructura del financiamiento y la observancia de los puntos descritos líneas arriba. Dichas restricciones se deben reflejar en los documentos que sustentan la creación y la organización de dicho vehículo.

En el caso de una sociedad de propósito especial, el acuerdo societario deberá proveer la seguridad de que los fines de la sociedad se limitarán a la posesión, tenencia, manutención, operación y realización de transacciones con los activos subyacentes. Otros tipos de sociedades, incluso sociedades ya creadas con escasos pasivos, deberán incorporar dichas cláusulas al contrato social.

Asimismo, la capacidad de endeudamiento del vehículo de propósito exclusivo deberá ser limitada a: (a) la emisión de valores de oferta privada o pública a ser respaldados por el activo o grupo de activos, que es el fin del vehículo; y (b) al endeudamiento conducente a lograr mejoras crediticias para los valores emitidos (v.g. emisión de cartas fianza usadas como

soporte adicional en la titulización) o de otros pasivos que se incurran en el manejo del negocio relativo a la tenencia, cuidado y operación de los activos titulizados. Bajo ciertas circunstancias, el contraer deuda subordinada al pago de principal e intereses de la emisión de valores resulta viable.

Por lo general, los activos titulizados no deben estar sujetos a ninguna afectación o intereses de terceros más que aquellos que sustentan la emisión de los valores a ofrecer. Sin embargo, se pueden establecer excepciones respecto de aquellos activos que conformen el vehículo de propósito exclusivo y que estén destinados a respaldar obligaciones por coberturas de cartas fianza o a proveer la liquidez necesaria para cubrir pagos de principal e intereses u otros derechos sobre los valores emitidos.

Las áreas críticas para la seguridad jurídica del vehículo se refieren a la probabilidad de insolvencia y posterior quiebra de la entidad. Los vehículos de propósito exclusivo son creados como vehículos de “quiebra remota”, mas no “a prueba de quiebras”. Incluso, no es posible restringir la posibilidad de los responsables de un vehículo de propósito exclusivo de solicitar que se declare a éste insolvente, aun así se especifique en las contratos de emisión de valores, pues dichas cláusulas resultarían nulas.

Por tal motivo, en los casos de sociedades usadas como vehículo de propósito exclusivo resulta adecuado que al menos uno de los directores de dicha sociedad sea independiente del originador o sus relacionados, y que se requiera del voto favorable de dichos directores independientes para decidir sobre la solicitud de declaración de insolvencia o quiebra. Otras técnicas para alejar el peligro de quiebra incluyen la emisión de parte de la sociedad usada como vehículo de propósito exclusivo de diversas series de acciones, una de las cuales estaría limitada respecto de su derecho de dividendos pero ejerce el derecho de veto sobre cualquier intento de declaración voluntaria de quiebra. Dicha serie estaría en manos de personas independientes del originador.

En los casos de insolvencia involuntaria se prevé en las normas sobre reestructuración empresarial, que un acreedor ante el vehículo debe probar que tiene deudas impagas por un monto mínimo establecido¹⁰. La fórmula más adecuada en este caso resulta el compromiso con los acreedores (básicamente los

⁹ LISOPRAWSKI, Silvio; KIPER, Claudio M. "Fideicomiso. Dominio fiduciario. Securitización". Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1995.

¹⁰ MARTORELL, Ernesto Eduardo, "Tratado de los contratos de empresa". Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1993.

profesionales, incluyendo abogados y contadores e instituciones financieras que provean fondos o servicios) de que sólo se pueda declarar impaga una deuda al año del vencimiento de los valores emitidos o al cabo de un plazo suficientemente razonable como para evitar que dicho acreedor solicite la declaración de insolvencia del vehículo.

V. CONSOLIDACIÓN CON EL ORIGINADOR

Adicionalmente, es necesario impedir de la mejor manera, la posibilidad de que se declare en quiebra al vehículo de propósito exclusivo, y resulta igualmente necesario anular o, en su defecto, relativizar la posibilidad de relación con el originador del vehículo, de tal manera que las acciones que tome el originador luego de la transferencia de los activos hacia el vehículo de propósito exclusivo no tengan efecto significativo en éste.

La consolidación resulta parte de una doctrina jurídica bajo la cual se pueden reunir a dos o más entidades separadas en una misma "canasta", en la cual los activos de esas dos o más entidades se conjugan, se eliminan las obligaciones y acreencias entre partes y las acreencias de terceras personas se consideran como si el fondo común formado fuera el responsable de honrarlas.

En tal sentido, corresponde demostrar frente a terceros la inexistencia de control del originador sobre el vehículo, considerando algunas de las siguientes acciones respecto del vehículo de propósito exclusivo:

- Mantener libros y registros separadamente de cualquier otra persona.
- Mantener cuentas separadas, sin mezclar activos con cualquier otra entidad.
- Conducir los negocios para los cuales se halle autorizado en su propio nombre.
- Preparar estados financieros separados.
- Pagar sus obligaciones con fondos propios.
- Observar todas las formalidades societarias o contractuales, según el caso (por ejemplo sesiones regulares de directorios y juntas de accionistas/fideicomisarios, mantener registros societarios al día, etc.).
- Mantener en lo posible oficinas separadas del originador.
- Tener personal suficiente para el control y manejo de los negocios autorizados y pagar sus remuneraciones de fondos propios.

- No gravar sus activos en beneficio de cualquier otra persona ni hacer préstamos o adelantos al originador o sus afiliadas, así como no garantizar deuda de terceros.
- Usar comprobantes de pago y otros documentos distintos de los del originador para sus operaciones.

La lista no es definitivamente exhaustiva y puede diferir su composición considerando el tipo de negocio, hechos y circunstancias que rodeen al proceso de titulación.

Al respecto, resulta de mucha utilidad la opinión autorizada de un profesional (una sociedad auditora, un perito legal, o un experto de prestigio) respecto de la independencia del vehículo frente al originador, la cual dará seguridad a los inversionistas en los valores a emitirse como fruto de procesos de titulación.

Asimismo, dichos vehículos deben permitir la separación contable, jurídica y económica de dichos activos frente a otros activos del originador, para así poder establecer de manera unívoca los derechos de los tenedores de los títulos frente a los derechos del originador. Por eso, se suele escoger la generación de personas jurídicas de propósito exclusivo o la constitución de fideicomisos.

La Ley de Mercado de Valores de 1996 brinda los instrumentos básicos necesarios para que se puedan establecer procesos de titulación de activos, de tal manera que los activos que conformen los vehículos de propósito exclusivo que se generen no se encuentren afectos al pago de obligaciones y responsabilidades del originador, de sus administradores o de los tenedores de los títulos¹¹.

Aquellos activos, derechos o remanentes entregados a los tenedores de los títulos, al originador o a otras personas se consideran ya fuera del vehículo de propósito exclusivo y dejan de tener el amparo de esta norma específica.

Asimismo, dichos vehículos autorizados tienen como gran ventaja la eliminación del riesgo de declaración de nulidad de la transferencia de activos y derechos hacia ellos, ya sea por simulación, anulación o ineficacia por fraude, siempre y cuando hayan sido obtenidos los títulos por efecto de una oferta pública o hayan sido adquiridos o suscritos de buena fe y se establezca la derivación en perjuicio para los beneficiarios del patrimonio de propósito exclusivo.

¹¹ MORRISEY, Helena, ed., "International securitisation". London, IFR, 1992.

VI. TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

En el caso peruano se han dado una serie de factores que resultan interesantes de resaltar respecto de la titulización de activos, los cuales inciden principalmente en las decisiones de los originadores en la elección de activos a titularizar.

La Ley de Mercado de Valores de 1996 introduce el tema de la titulización de activos en la legislación peruana, en un entorno que no anticipó cabida a instrumentos de la complejidad legal y financiera que implican las titulizaciones. Esa anticipación en la normativa sobre esta nueva alternativa financiera concitó el interés de los participantes en el Mercado de Valores.

Lamentablemente, la estructura de la Ley de Mercado de Valores, si bien intenta concentrar los cambios básicos necesarios en las normas de soporte hacia el acomodamiento de los vehículos de propósito exclusivo dentro de parámetros legales, no logra por completo su objetivo, pues deja vacíos que lentamente se están cubriendo con adecuaciones de las normas necesarias, tales como la posterior Ley 26702, modificaciones a la Ley del Impuesto a la Renta¹² y el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos¹³ aprobado en 1997.

El camino de inserción de los vehículos de propósito exclusivo en la normatividad peruana es aún lento y penoso, en el entendido que las normas sobre titulización resultan hasta cierto punto liberales al compararlas con sus pares en Argentina, Colombia y España, sus predecesores más cercanos en doctrina, mientras las normas que rigen a las sociedades de propósito exclusivo (no contempladas explícitamente en la Ley General de Sociedades, por ser este tipo de sociedad anónima de posterior origen) o a los fideicomisos (de escasa utilización en el país) aún revisten dificultades que su mayor utilización ayudará a superar.

La encrucijada que afectará en el futuro al ideal liberal de las normas del Mercado de Valores sobre la titulización de activos será su adecuación al resto de la normatividad comercial, en vista de sus efectos sobre la economía en general y la potenciación de la capacidad de contratar que ofrece. Dicha adecuación se dirigirá sin duda hacia el establecimiento de restricciones a los contratos conducentes a la conformación de vehículos de propósito exclusivo, de tal manera

que la integración de dichos contratos en el contexto legal peruano tenga la claridad y transparencia que el Mercado de Valores exige.

VI. 1. Aspectos de la Ley de Mercado de Valores y su Reglamento

Como se ha hecho explícito, la filosofía de la Ley del Mercado de Valores y, luego, de su Reglamento, hacia la titulización de activos, resulta una previsión elogiabile a la necesidad de alternativas de inversión y financiamiento a través del Mercado de Valores. Sin duda, resultará de mucho interés en el futuro el seguimiento de dicho fenómeno.

De una somera lectura del Título XI de la Ley del Mercado de Valores, relativo a los procesos de titulización de activos, se pueden apreciar las dos alternativas¹⁴ presentadas como la conformación de vehículos de propósito exclusivo: los fideicomisos de titulización y las sociedades de propósito especial.

Fideicomisos de titulización

De acuerdo con la Ley 26702¹⁵, sólo las empresas de operaciones múltiples (bancos, financieras, cajas municipales, etc.) y las empresas de servicios fiduciarios pueden desempeñarse como fiduciarios. Adicionalmente, únicamente para fideicomisos de titulización, las sociedades titulizadoras expresamente autorizadas pueden operar como fiduciarios.

En el caso de los fideicomisos de titulización, se goza de la figura de la intangibilidad a favor de los fideicomisarios del mismo, lo cual asegura que el fideicomiso de titulización no se vea afectado por las acciones que cause el originador o fideicomitente, o el fideicomisario. Dicha separación patrimonial permite entonces la estructuración de procesos de titulización de activos bajo las premisas fundamentales que sustentamos en párrafos anteriores.

Para esta figura en particular, aparece la figura de un fiduciario autorizado por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (una sociedad titulizadora), la cual administra los activos y sus frutos, el "patrimonio fideicometido". Dicho fiduciario emitirá los títulos con cargo al patrimonio fideicometido, bajo instrucciones establecidas previamente en un contrato o acto constitutivo del fideicomiso de titulización.

¹² PERU, Decreto Legislativo 770, "Ley del Impuesto a la Renta", 1994.

¹³ PERU, Decreto Legislativo 861, "Ley del Mercado de Valores", 1996.

¹⁴ PERU, Ley 26702, "Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros", 1996.

¹⁵ PERU, Resolución CONASEV 1-97-EF/94.10, "Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos", 1997.

Respecto de los activos que conformarán el patrimonio fideicometido, estos pueden ser de distinto origen, en contraposición de aquellos que pueden ser administrados por una sociedad de propósito especial que se restringe, únicamente, a activos crediticios.

Cabe resaltar que el emisor de los títulos será una sociedad tituladora, la cual delimita la responsabilidad de la emisión a los bienes y derechos que constituyen el patrimonio en fideicomiso. La sociedad tituladora está autorizada a respaldar la emisión de valores hasta ciertos límites establecidos por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), aunque resulta de poca utilidad dicha figura pues aumenta el riesgo del administrador del fideicomiso y, en consecuencia, de la emisión.

Respecto de los fideicomisos de titulación, sus fiduciarios sólo podrán ser sociedades anónimas de duración indefinida autorizadas previamente por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, las cuales tienen requerimientos mínimos de capital e infraestructura para su operación, así como exclusividad en el cumplimiento de dichas labores.

Para tal efecto, el fideicomitente, también conocido como originador, transfiere en fideicomiso un conjunto de activos o la promesa incierta de ellos al fiduciario, el cual se convierte en emisor de valores con cargo al patrimonio de dicho fideicomiso.

La ventaja de esta modalidad descansa en la intervención de un agente experto (el fiduciario) en la generación y cuidado del sustento de una emisión de valores, el cual se encarga de administrar el patrimonio puesto en fideicomiso en beneficio de los inversionistas, los cuales por único efecto de la tenencia de los valores se convierten en fideicomitentes. La adquisición de los valores podrá ser pagada únicamente con los activos que se encuentren como parte conformante del patrimonio fideicometido, por lo que el patrimonio del fiduciario no resultará afectado en el caso de la falta de pago de los valores por insolvencia del patrimonio fideicometido, bajo el supuesto de un manejo diligente del patrimonio fideicometido. Dicha separación permite, así mismo, la independización de cada patrimonio bajo la administración del fiduciario, lo que hace que la cobertura ofrecida en cada fideicomiso se relacione de manera única y exclusiva con la emisión de valores a la que sustenta.

La constitución del fideicomiso se logra a través de un contrato denominado en la ley como "acto constituti-

vo", en el cual se establecen todos los términos y condiciones del proceso de titulación y se celebra entre el originador o fideicomitente y el fiduciario. Por adhesión a la suscripción o adquisición de los valores emitidos se incorporan al contrato los fideicomitentes, los cuales ostentarán dicha posición mientras mantengan dichos valores a su nombre. La constancia en escritura pública de dicho contrato resulta no siempre obligatoria, mas sí recomendable.

Respecto de los activos pasibles de ser titulizados a través de fideicomisos de titulación, la limitación resulta casi nula, pues se pueden titular toda clase de bienes y derechos, y la esperanza incierta sobre ellos, a menos que los mismos se encuentren embargados o sujetos a litigio por cualquier causa.

Asimismo, si bien el objetivo de toda titulación de activos implica una operación de financiamiento de empresas, el fideicomiso de titulación puede ser utilizado para brindar garantía fiduciaria sobre una emisión de valores que no se sustente en el patrimonio fideicometido.

Los valores autorizados a emitirse con cargo a patrimonios fideicometidos pueden ser de deuda, de participación o mixtos, estos últimos sujetos a la aprobación previa de la CONASEV.

Sociedades de Propósito Especial

Estas sociedades sólo pueden operar bajo la forma de sociedades anónimas y su patrimonio debe estar conformado esencialmente por activos crediticios¹⁶. Las sociedades de propósito especial ven restringido su fin social a la adquisición de activos crediticios, y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio.

En este caso especial, definido por la Ley de Mercado de Valores de 1996, operará la transferencia de activos bajo formas de compraventa y contratos de cesión de derechos y posiciones contractuales entre el originador y la sociedad de propósito especial. No se prevé bajo esta figura otra actividad distinta que la de tener dichos activos y con ellos responder por la emisión de valores que se genere. Aunque la ley no lo hace explícito, deberá presumirse que dicha entidad podrá destinar los esfuerzos necesarios requeridos para la conversión de dichos activos crediticios en dinero.

¹⁶ Standard's & Poor's, "Structured Finance Criteria", EU, 1996

No se ha previsto en la ley que dicha sociedad de propósito especial pueda tener un sólo accionista (el originador), por lo que deberá cumplirse con los términos de pluralidad establecidos en la Ley General de Sociedades.

La conformación de una sociedad anónima de propósito especial conlleva, así mismo, la generación de la documentación básica de cualquier otra persona jurídica, pues tendrá independencia de otras personas tanto a nivel jurídico, contable y tributario.

El conformar una sociedad con el fin traspasar a ella un grupo de activos o derechos resulta una alternativa interesante de tratar, pues brinda flexibilidad respecto de los riesgos y costos que se desea asumir en un proceso de titulización de activos.

Sin embargo, no existe libertad respecto de los activos que se encuentran autorizados a conformar el patrimonio de sociedades de propósito especial, pues éstos únicamente pueden ser activos crediticios, descartándose de plano la posibilidad de incorporar a dicho patrimonio bienes o derechos de otra naturaleza.

Debido a sus especiales características, la normativa específica la limitación en la finalidad de la sociedad a la adquisición de activos crediticios determinados previamente y a la emisión y pago de los valores mobiliarios que se emitan sobre el patrimonio de la sociedad.

Asimismo, se prevén mecanismos de control en los casos de que la sociedad sea totalmente controlada por el originador de acuerdo con los parámetros establecidos en la norma, los cuales indican la existencia de al menos una persona no vinculada al originador en cada órgano colegiado de la sociedad, debiéndose contar con la aprobación de dicha persona no vinculada en el caso de solicitarse la declaración de insolvencia de la sociedad. De igual modo, los registros y estados financieros deberán ser llevados por personas no vinculadas al originador.

Respecto de los valores autorizados para su emisión con cargo al patrimonio de la sociedad de propósito especial, estos pueden ser de deuda o de capital, no habiéndose establecido prohibiciones a la emisión de acciones preferidas.

El Fideicomiso de Garantía

La Ley del Mercado de Valores introduce igualmente un uso alternativo para los fideicomisos de titulización,

a través del cual el patrimonio fideicometido no resulta la fuente de pago de los títulos que se emiten, sino que constituye una garantía respecto de ellos, dependiendo su utilización de una situación de falta de pago de la fuente prevalente. En dicho caso, se hace intervenir un elemento de quiebra lejana que permite al inversionista obtener mayor confianza respecto de las fuentes de pago alternativas que sustentan una estructura de emisión de valores, aspecto que cobra cada vez mayor importancia en la evaluación de riesgos en el Mercado de Valores.

VI. 2. Aspectos Tributarios

La titulización de activos tiene efectos en la tributación de todos los involucrados en este proceso. Las normas que afectan directamente la titulización de activos tienen como objetivo principal el evitar el aprovechamiento del mecanismo como vehículo para elusión de impuestos.

Efectos para los Inversionistas

En cuanto al régimen tributario aplicable, cabe resaltar los siguientes beneficios tributarios de los que gozan los inversionistas en valores emitidos en el marco de un proceso de titulización de activos:

- a. Exoneración del pago del Impuesto a la Renta, hasta el 31 de diciembre del 2002, por los intereses e incrementos de capital que perciban los tenedores de valores mobiliarios representativos de deuda emitidos por patrimonios fideicometidos de sociedades titulizadoras y por personas jurídicas (dentro de las cuales están comprendidas las sociedades de propósito especial), siempre que su colocación se efectúe mediante oferta pública, al amparo de la Ley del Mercado de Valores, o mediante oferta privada, siempre que cumplan con lo dispuesto por los incisos a) y b) del artículo 5 de la Ley del Mercado de Valores.
- b. Exoneración del pago del Impuesto a la Renta, hasta el 31 de diciembre del 2002, por la ganancia de capital proveniente de la redención o rescate de los valores representativos de deuda, emitidos mediante oferta pública de conformidad con la Ley del Mercado de Valores, por personas jurídicas (dentro de las cuales están comprendidas las sociedades de propósito especial) y por patrimonios fideicometidos.
- c. Exoneración del pago del Impuesto a la Renta, hasta el 31 de diciembre del 2002, por la ganancia de capital proveniente de la redención o rescate

de valores de participación de patrimonios fideicometidos de sociedades tituladoras emitidos mediante oferta pública de conformidad con la Ley del Mercado de Valores.

- d. Inafectación del Impuesto a la Renta a la distribución de beneficios o ganancias provenientes de valores representativos de participación emitidos por patrimonios fideicometidos de sociedades tituladoras. Es importante advertir que, en la medida que la Ley sólo contempla este beneficio tributario para los Patrimonios Fideicometidos de Sociedades Tituladoras, en caso de optarse por constituir una sociedad de propósito especial debe evitarse la emisión de títulos de goce o valores mobiliarios semejantes, distintos a las acciones y los valores representativos de deuda.

Como se observa, existe tratamiento similar para todos los valores emitidos por oferta pública, al equiparar los beneficios que logren otros valores de oferta pública (bonos e instrumentos de renta fija, en general) con aquellos derivados de procesos de titulación. Adicionalmente, debemos tener en cuenta que los títulos de participación sobre patrimonios fideicometidos tienen la ventaja de que sus beneficios no están afectos al Impuesto a la Renta, tal como sucede con los dividendos de las sociedades anónimas (dentro de las cuales se incluyen las sociedades de propósito especial).

Régimen Tributario para el Originador

Por otra parte, en lo referente al régimen tributario aplicable al originador, es necesario señalar que si el originador obtiene una ganancia como consecuencia de la transferencia de los activos al emisor, estará gravado con el Impuesto a la Renta por dicha ganancia. En lo que concierne al Impuesto Extraordinario a los Activos Netos (IEAN), la titulación tendrá un efecto neutro para el originador por cuanto éste tendrá que seguir considerando dentro de sus activos, para efectos de este Impuesto, los activos transferidos al emisor, no obstante que desde el punto de vista legal y contable se ha efectuado una transferencia. Para efectos del IEAN, el valor de los activos transferidos por el originador al emisor se mantendrá dentro de los activos del originador. En otras palabras, desde un punto de vista contable, los activos transferidos no formarán parte del balance del originador, pero sí desde un punto de vista del cálculo del Impuesto Extraordinario a los Activos Netos.

Régimen Tributario para los Vehículos de Propósito Exclusivo

Impuesto a la Renta

En cuanto al régimen tributario aplicable al emisor, entendiéndose por tal a los patrimonios fideicometidos y las sociedades de propósito especial, debe destacarse que, para efectos del Impuesto a la Renta, cada patrimonio fideicometido es considerado una persona jurídica independiente y, por ende, un contribuyente del Impuesto¹⁷. Por su parte, las sociedades de propósito especial son contribuyentes del Impuesto a la Renta en su condición de personas jurídicas constituidas en el país. Sin embargo, de conformidad con la Ley del Impuesto a la Renta, los patrimonios fideicometidos y los patrimonios de las sociedades de propósito especial están inafectos al Impuesto Extraordinario a los Activos Netos. En tal sentido, sólo pagarán el Impuesto a la Renta en la medida que el patrimonio fideicometido o la sociedad de propósito especial en cuestión genere renta gravada.

Por otro lado, tanto las sociedades de propósito especial, como los fideicomisos de titulación, son considerados para efectos tributarios como personas jurídicas, lo cual implica que lleven registros oficiales, obtengan el Registro Unificado del Contribuyente, y que cumplan con todas las normas tributarias que cualquier persona que sea sujeto del Impuesto a la Renta de tercera categoría deba cumplir. En estos casos, el administrador de la sociedad de propósito especial o el fiduciario se convierte en el responsable ante la autoridad tributaria.

La consideración del vehículo de propósito exclusivo como persona jurídica sujeta al Impuesto a la Renta de tercera categoría, hace imprescindible para el administrador del vehículo la obtención de los registros necesarios, así mismo se le obliga a llevar contabilidad separada y a tributar, también por separado por cada vehículo bajo su administración. De esa manera, el vehículo de propósito exclusivo se verá afecto al Impuesto a la Renta en cuanto genere renta gravable.

Impuesto General a las Ventas

Los vehículos de propósito exclusivo contemplados en nuestra normativa (fideicomisos de titulación y sociedades de propósito especial) se encuentran contemplados como sujetos pasivos del Impuesto General a las Ventas.

¹⁷ STEWART, Alberto, "El Fideicomiso como Negocio Fiduciario", Buenos Aires, Ediciones Depalma, 1994.

De igual manera, el fiduciario (la sociedad titulizadora) es solidariamente responsable con el patrimonio fideicometido a su cargo por las operaciones que el patrimonio fideicometido realice para el cumplimiento de sus fines.

Dada la consideración del fideicomiso de titulización como persona jurídica para efectos tributarios, se ha tenido a bien exonerar del Impuesto General a las Ventas las transferencias que se realicen del originador a un fideicomiso de titulización. En similares términos, la operación inversa al término del fideicomiso resulta exonerada. Debe notarse que dicha exoneración no opera para las transferencias a sociedades de propósito especial. Por otro lado, se establece que no es venta de bienes ni prestación de servicios, el acto por el cual el fiduciario constituye un patrimonio fideicometido.

Para facilitar las operaciones de estas entidades, se ha contemplado que durante la vida del fideicomiso de titulización se pueden realizar operaciones gravadas, las cuales corren a cargo al patrimonio fideicometido, gozando de las mismas responsabilidades y beneficios que se otorguen a otros contribuyentes. Asimismo, el crédito fiscal asociado a los activos transferidos en fideicomiso puede ser transferido al fideicomiso de titulización, a la transferencia de dichos bienes, tanto como el crédito fiscal obtenido por el patrimonio fideicometido puede ser transferido al fideicomitente, a la extinción del patrimonio fideicometido.

Este tránsito de créditos fiscales debe aún ser reglamentado, por lo cual no es practicable de momento.

Otros Tributos

Por otro lado, al no haberse expedido norma alguna respecto a tributos locales, algunos procesos de titulización de activos tendrían cargas que encarecerían su costo, según la clase del patrimonio fideicometido. Un ejemplo de estas cargas es el Impuesto de Alcabala.

Las sociedades titulizadoras que administran los patrimonios fideicometidos estarán afectas al Impuesto a la Renta en la medida que generen renta gravada.

CONCLUSIONES

A la luz de lo expuesto, la titulización de activos aparece como un arma poderosa para potenciar las alternativas de financiamiento de las empresas. Sin embargo, la transparencia económica, legal, tributaria y contable de dichos procesos es el elemento básico que permitirá favorecer el desarrollo de esta nueva fuente de financiamiento.

La mayor experiencia que se tenga sobre los fideicomisos, casi inexistentes en el Perú de hoy, permitirá igualmente nuevos desarrollos que indiquen los caminos más adecuados a seguir, tanto respecto de las operaciones más propicias para la titulización de activos como para el desarrollo de contratos de fideicomiso que establezcan equilibrios entre fideicomitentes y fideicomisarios. En el caso de utilizarse sociedades de propósito especial como vehículos para una titulización de activos, el contrato social será la clave que permitirá dicho equilibrio, aunque se cuente con algunas desventajas por efectos de la normativa del Impuesto General a las Ventas.

Como se mencionara páginas arriba, la intervención del gobierno como regulador de la actividad económica resulta un elemento fundamental para el desarrollo de esta nueva alternativa de financiamiento de las empresas y de ahorro para aquellos agentes superhabituados que deseen invertir en los títulos que se emitan con cargo a los vehículos de propósito exclusivo.

En el caso de las empresas financieras, se tiene gran interés en potenciar esta nueva forma de desarrollar y generar fondos para la dación de créditos que utiliza a los mercados de capitales, ante el escaso nivel de ahorro interno y las pocas seguridades sobre la permanencia del capital externo y la continuidad de los volúmenes de inversión extranjera. La titulización de activos permite reciclar la cartera de los bancos y demás instituciones financieras múltiples, al permitirles ampliar su potencial de colocaciones sin mayor riesgo, pues éste se traslada al comprador de los valores que se emitan con cargo al vehículo de propósito exclusivo que se genere con estos créditos.