

LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS: COMENTARIOS AL PRECEDENTE DE OBSERVANCIA OBLIGATORIA EMITIDO POR LA SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES

THE PROCESSES OF SECURITIZATION OF ASSETS: COMMENTS ON THE MANDATORY PRECEDENT ISSUED BY THE SUPERINTENDENCY OF THE SECURITIES MARKET

Miguel Antonio Viale Leo*
CMS Grau

Mateo Lanata Dávila**
CMS Grau

Recently, in Peru, the SMV has issued a Mandatory Precedent in which some aspects referring to two securitization trusts have been questioned. This is because, from the SMV's point of view, the securities issued against said trust assets had not met the requirements to be classified as transferable securities, in accordance with the regulations applicable to the case.

The purpose of this article is to address certain aspects regarding asset securitization processes and the regulation that is applicable to them in the peruvian context.

KEYWORDS: *Asset securitization; Mandatory Precedent; SMV; bank and securitization trusts.*

Recientemente, en el Perú, la SMV ha emitido un Precedente de Observancia Obligatoria en el que se ha puesto en cuestionamiento algunos aspectos referentes a dos fideicomisos de titulización. Esto debido a que, desde la visión de la SMV, los títulos emitidos con cargo a dichos patrimonios fideicometidos no habían cumplido con los requisitos para ser tipificados como valores mobiliarios, en concordancia con la normativa aplicable al caso.

El presente artículo tiene como finalidad abordar ciertos alcances respecto de los procesos de titulización de activos y la regulación que les resulta aplicable en el contexto peruano.

PALABRAS CLAVE: *Titulización de activos; Precedente de Observancia Obligatoria; SMV; fideicomisos bancarios y de titulización.*

* Abogado. Socio de CMS Grau (Lima, Perú). Contacto: miguel.viale@cms-grau.com

** Abogado. Asociado de CMS Grau (Lima, Perú). Contacto: mateo.lanata@cms-grau.com

Los autores agradecen a Óscar Alejos por sus valiosos comentarios y sugerencias para este trabajo.

Nota del Editor: El presente artículo fue recibido por el Consejo Ejecutivo de THÉMIS-Revista de Derecho el 16 de enero de 2022, y aceptado por el mismo el 19 de julio de 2022.

I. ANTECEDENTES Y ALCANCES

Con fecha 7 de mayo de 2020, se publicó en el Diario Oficial El Peruano la Resolución de Superintendente 040-2020-SMV/02 (en adelante, la resolución) con el denominado Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV (en adelante, el precedente). Por medio de este, la Superintendencia del Mercado de Valores (en adelante, SMV) resolvió el recurso de apelación interpuesto contra la Resolución de Superintendencia Adjunta 051-2017-SMV/10 en la que se sancionó a Acres Sociedad Titulizadora S.A. (en adelante, Acres) por realizar actividades que, a criterio de la SMV, no correspondían al objeto de una sociedad titulizadora.

De manera general, en la resolución y el precedente se cuestionaron ciertos aspectos de dos fideicomisos de titulización. Ello debido a que, en opinión de la SMV, los títulos emitidos con cargo a dichos patrimonios fideicometidos colocados en el marco de una oferta privada no habrían cumplido con los requisitos para ser considerados como valores mobiliarios, de conformidad con lo establecido en lo que la SMV consideró la legislación aplicable al caso específico (el caso Acres).

El presente trabajo tiene como propósito desarrollar ciertos alcances de los procesos de titulización de activos y la regulación que les resulta aplicable. A partir de ello, se realizará un comentario respecto de algunos aspectos relevantes del caso Acres, de la resolución y del precedente¹ y el análisis que elaboró la SMV respecto a los patrimonios fideicometidos materia del caso Acres y los títulos emitidos con cargo a dichos patrimonios. Cabe destacar que el Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV trata sobre otros aspectos que no serán analizados en el presente trabajo².

II. SISTEMA FINANCIERO Y MERCADO DE VALORES

En los mercados financieros existen agentes superavitarios y agentes deficitarios. Los primeros pueden definirse como aquellos agentes que, en un momento determinado, mantienen un excedente o un *superávit* de recursos y agentes deficitarios. Mientras que, los segundos, son aquellos que, en

un momento determinado, requieren recursos adicionales. En un mercado con relativa libertad esta situación debería producir la canalización de los recursos en exceso del agente superavitario al agente deficitario a cambio de su posterior devolución junto con una retribución. Podemos definir dicho intercambio como un financiamiento y es importante tener presente ese concepto para efectos del análisis previsto en este trabajo.

Ahora bien, un mercado complejo y con muchos actores puede suponer la necesidad de intermediarios entre el agente superavitario y el agente deficitario. Una clasificación bastante utilizada divide los mercados financieros en función a las características de las actividades que realizan tales intermediarios; es decir, según el tipo de intermediación que realizan. Existen financiamientos donde se produce una intermediación indirecta y otros que se estructuran sobre la base de una intermediación directa.

Por un lado, la intermediación indirecta consiste básicamente en que determinadas entidades especializadas (entidades financieras) captan recursos de los agentes superavitarios pagándoles una retribución (interés pasivo) para luego colocar esos recursos entre los agentes deficitarios a cambio de una retribución (interés activo). El intermediador asume el riesgo y el denominado *spread* bancario (la diferencia entre los montos pagados con ocasión de la tasa pasiva y los montos recibidos por la tasa activa) es su retribución por la asunción de ese riesgo, tal como lo expresa Guillermo Ferrero al explicar la intermediación indirecta:

[...] la intermediación indirecta se producirá gracias a la presencia de un intermediario quien captará los recursos del público para colocarlos en forma de préstamo, cobrándole al prestatario una tasa de interés. De este modo, el agente deficitario y el oferente de capital se vinculan indirectamente a través de una empresa financiera quien ganará el diferencial o *spread* bancario por su participación (citado en Valdez, 2009, p. 17).

Una opinión similar tiene Rocca al explicar la intermediación indirecta:

¹ Luego de la conclusión y de manera previa a la publicación del presente trabajo, la SMV emitió la Resolución SMV 007-2022-SMV/01 que modificó determinadas disposiciones del Reglamento de Titulización de Activos, teniendo como principal finalidad armonizar dicho reglamento con las disposiciones del Precedente. El nuevo texto del Reglamento de Titulización de Activos refleja la posición de la SMV, y aclara algunos aspectos de los asuntos analizados en este trabajo y, aunque este artículo fue escrito sin considerar en su integridad tales nuevas disposiciones reglamentarias, los autores son de la opinión que las disposiciones de la Resolución 007-2022-SMV/01 no comprometen o modifican materialmente las opiniones aquí vertidas; sin perjuicio de lo cual los autores han incluido algunos comentarios en las secciones de este trabajo donde las disposiciones de la Resolución 007-2022-SMV/01 pudieran resultar más relevantes.

² Como, por ejemplo, las facultades de la SMV para supervisar ciertos aspectos relativos a las ofertas privadas en el marco de titulaciones y, especialmente, la actuación de las sociedades tituladoras en tales ofertas.

[...] la entidad financiera (bancos, cajas rurales, cajas municipales, etcétera) capta los recursos de los agentes superavitarios pagándoles una tasa o interés pasivo, para luego colocarlos a través de créditos u otra modalidad a los agentes deficitarios, recibiendo una tasa de interés activo. En ese sentido, el agente financiero tendrá una ganancia (*spread*) por dichas operaciones (2017, pp. 18-19).

Por otro lado, en un financiamiento con intermediación directa, el agente superavitario canaliza sus recursos al agente deficitario sin la participación de un intermediario que asuma el riesgo, pues como indican López-Aliaga y Souza:

[...] la intermediación directa, se da cuando el agente superavitario asume directamente el riesgo, que implica otorgar los recursos al agente deficitario. El contacto entre ambos, se puede efectuar directamente, a través de diferentes medios e instrumentos del Mercado de Capitales (1997, p. 110).

En similar sentido se pronuncia Rocca al señalar que en el sistema de intermediación directa:

[...] el agente superavitario y el agente deficitario negocian directamente valores mobiliarios -acciones, bonos u otros instrumentos financieros- dentro del mercado de valores, sin la intervención de un agente financiero que reduzca el riesgo de que no pague el agente deficitario, de modo que ante una decisión equivocada del agente superavitario o inversionista este asume el riesgo y podría perder todo o parte de lo invertido (2017, pp. 18-19).

Este último tipo de operaciones nacen como una alternativa a la intermediación indirecta con la finalidad de mediatizar la participación de los intermediarios (entidades financieras) en la estructura de financiamiento y poner en contacto directo a los agentes superavitarios (inversionistas) y los agentes deficitarios (emisores).

III. MARCO REGULATORIO FINANCIERO

El ordenamiento jurídico peruano reconoce tal dualidad en los mercados financieros y proporciona soluciones legislativas (marcos regulatorios) diferenciadas para cada uno de los mercados y los financiamientos que en ellos se producen. Así, tenemos un cuerpo normativo que se ocupa de los financiamientos que funcionan con una estructura de intermediación indirecta y otro cuerpo normativo que se ocupa de los financiamientos que recurren a la intermediación directa. Cada uno de ellos cuenta con sus propios principios y reglas, fundamentados, justamente, en las características intrínsecamente distintas de cada sistema.

Lo anterior se traduce, por un lado, en un marco regulatorio para el sistema financiero constitucionalmente consagrado en el artículo 87 de la Constitución Política del Perú (1993) y reconocido a nivel legal en la Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros (en adelante, Ley de Bancos), sujeto a la supervisión y regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras de Fondos de Pensiones (en adelante, SBS). Por otro lado, también se traduce en un marco regulatorio para el mercado de valores reconocido a nivel legal mediante la Ley del Mercado de Valores (en adelante, LMV), cuyo Texto Único Ordenado fue aprobado a través del Decreto Supremo 093-2002-EF, sujeto a la supervisión y regulación de la SMV.

Los fideicomisos en el Perú siguieron la misma fórmula de regulación diferenciada detallada anteriormente. Tenemos así, por una parte, fideicomisos regulados bajo la Ley de Bancos y fiduciarios sujetos al control de la SBS y, por otra parte, fideicomisos regulados bajo la LMV y fiduciarios sujetos al control de la SMV.

A. Fideicomisos bancarios

La Ley de Bancos define, en su artículo 241, al fideicomiso como:

[...] una relación jurídica por la cual el fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominada fiduciario, para la constitución de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto al cumplimiento de un fin específico en favor del fideicomitente o un tercero denominado fideicomisario (Ley 26702, 1996).

El fideicomiso es, entonces, según Rodríguez Azuero:

[...] negocio jurídico en virtud del cual se transfieren uno o más bienes a una persona, con el encargo de que los administre o enajene y con el producto de su actividad cumpla una finalidad establecida por el constituyente, en su favor o en beneficio de un tercero (Rodríguez Azuero, 2002, p. 830).

Es el fiduciario quien se encarga de la administración del fideicomiso y, como indica Corzo de la Colina:

[...] es la sociedad especializada que cuenta con autorización de la autoridad competente para desempeñar como titular de los bienes que se transfieren, así como la responsable de llevar a cabo todos los actos y operaciones necesarios

para cumplir la finalidad del fideicomiso (Corzo de la Colina, 1997, p. 48).

El artículo 242 de la Ley de Bancos establece que solo pueden ser fiduciarios ciertas entidades³. En el mismo sentido se pronuncia el artículo 23-A del Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios aprobado por Resolución SBS 1010-99 (en adelante, Reglamento de Fideicomisos Bancarios)⁴, de 1999. De tal manera, es claro que no cualquiera puede ser fiduciario, sino que la regulación bancaria establece como condición el cumplimiento de una serie de requisitos que deben ser verificados por la SBS de forma previa a operar como fiduciario. Para actuar como fiduciario se requiere entonces, de una autorización emitida por la SBS, quien no solo autoriza el funcionamiento de los fiduciarios, sino que, además, supervisa continuamente a las entidades a las cuales les otorga una autorización para operar como fiduciarios.

Estas condiciones especiales se explican por la naturaleza del encargo que tiene la entidad fiduciaria: al fiduciario se le encarga la administración de activos para un determinado fin en favor de personas distintas a sí mismo. La legislación reconoce en tal actividad la existencia de un interés público jurídicamente relevante y es por ello que los fiduciarios se encuentran sujetos a una regulación especial y a una supervisión continua por parte de la SBS. Siendo esta la tendencia de las legislaciones latinoamericanas que “han introducido en su mayoría una restricción respecto a la persona del fiduciario señalando que solo pueden actuar como tales los bancos autorizados para ello o las sociedades fiduciarias que hayan recibido, así mismo, la autorización expresa” (Rodríguez Azuero, 2002, p. 839).

El fideicomiso regulado por la Ley de Bancos puede servir de garantía para el pago de deudas y obligaciones, como lo reconoce expresamente el artículo 274 de la Ley de Bancos y el artículo 15 del

Reglamento de Fideicomisos Bancarios. Pero, no solo puede cumplir una función de garantía, el fideicomiso bancario (entendido como el fideicomiso regulado bajo la Ley de Bancos y el Reglamento de Fideicomisos Bancarios) es altamente flexible y puede ser utilizado para diferentes propósitos como lo reconoce el propio artículo 22 del Reglamento de Fideicomisos Bancarios⁵ (Resolución SBS 1010-99).

Sin embargo, uno de los parámetros o limitaciones que establece la Ley de Bancos a dicha flexibilidad (específicamente en su artículo 260) es que el fideicomiso bancario no puede emitir valores mobiliarios: “la emisión de valores mobiliarios con respaldo en un patrimonio fideicometido se sujeta a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores” (1996). En el mismo sentido, el artículo 19 del Reglamento de Fideicomisos Bancarios señala que “el fideicomiso de titulización se sujeta a lo dispuesto en la LMV y sus normas reglamentarias” (1999). Asimismo, el artículo 242 de la Ley de Bancos establece que las empresas autorizadas a actuar como fiduciarios bancarios no pueden ejercer las funciones de fiduciarios de fideicomisos de titulización: “para ejercer las funciones de fiduciario en fideicomisos de titulización a que se refiere la Ley del Mercado de Valores, las empresas del sistema financiero deben constituir sociedades titulizadas” (1996).

Tenemos entonces, como conclusión, que el fideicomiso bancario es un contrato flexible, pero regulado y típico, con ciertos parámetros y donde una de las partes debe ser una entidad autorizada por la SBS a gestionar activos en fiducia.

B. Fideicomisos de titulización

La LMV, en su artículo 301, define al fideicomiso de titulización como la relación jurídica por la cual:

[...] una persona denominada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria

³ Artículo 242.- Empresas Autorizadas a Desempeñarse como fiduciarios

Están autorizadas para desempeñarse como fiduciarias, COFIDE, las empresas de operaciones múltiples a que se refiere el inciso A del artículo 16° y las empresas de servicios fiduciarios que señala el inciso b-5 del artículo mencionado, las empresas del numeral 1 del artículo 318°, así como las empresas o instituciones supervisadas por la Superintendencia, cuyo objeto es garantizar, apoyar, promover y asesorar directa o indirectamente a la Micro y Pequeña Empresa (MYPE) de cualquier sector económico (Ley 26702, 1996).

⁴ Artículo 23-A.- Participación como fiduciarios

Pueden desempeñarse como fiduciarios las empresas de operaciones múltiples comprendidas en el literal A del artículo 16 de la Ley General, la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), las empresas de servicios fiduciarios, las empresas de seguros, las empresas de reaseguros y las empresas o instituciones supervisadas por esta Superintendencia cuyo objeto es garantizar, apoyar, promover y asesorar directa o indirectamente a la micro y pequeña empresa de cualquier sector económico (Resolución SBS 1010-99, 1999).

⁵ Artículo 22.- Otras clases de fideicomiso

Sin perjuicio de lo dispuesto en el presente Título se podrán constituir otras clases de fideicomiso, las cuales están sujetas a las disposiciones de la Ley General, del presente Reglamento y de las demás normas que emita esta Superintendencia sobre la materia (Resolución SBS 1010-99, 1999).

de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y que respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario [...] (2002).

El patrimonio fideicometido de titulización es, entonces, “un centro de imputación de derechos y obligaciones respecto del cual no se ejerce una relación de dominio que pueda calificar como un derecho de propiedad, sino uno distinto, afecta a una finalidad y, frecuentemente, con un fin específico” (Castritius, 2012, p. 91).

Se encarga de la administración del fideicomiso de titulización el fiduciario, denominado en este caso ‘sociedad titulizadora’. Al igual que para el caso del ‘fideicomiso bancario’, el fiduciario de un fideicomiso de titulización no puede ser cualquier empresa o persona. Ello debido a que el artículo 301 de la LMV establece claramente que solo pueden ser fiduciarios de fideicomisos de titulización las sociedades titulizadoras que se mencionan en dicho artículo⁶. Asimismo, el artículo 307 de la LMV indica que las sociedades titulizadoras se encuentran bajo el control y la supervisión de la SMV, por lo que para poder actuar como fiduciario de un fideicomiso de titulización (sin perjuicio de si los valores mobiliarios emitidos con cargo a dicho patrimonio fideicometido son ofrecidos de forma privada o pública) se debe contar con la autorización previa de la SMV⁷. Para actuar como sociedad titulizadora se requiere, entonces, de una autorización emitida por la SMV, quien no solo autoriza su funcionamiento, sino que, además, supervisa continuamente a las entidades a las cuales les otorga una autorización para operar como sociedades titulizadoras.

En el mismo sentido que la regulación aplicable al fideicomiso bancario, esta limitación se explica por la naturaleza del encargo que tiene la sociedad titulizadora como entidad fiduciaria. En otras palabras, estas entidades son contratadas porque son especialistas en la emisión de valores mobiliarios y la administración de determinados activos para que sirvan de respaldo de intereses de terceros (comúnmente contenidos en los valores mobiliarios)

rios) que son contratados por su experiencia en la contratación de activos y emisión.

Como indica Benavides:

[...] 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 (2002, p. 576).

Este interés ajeno al interés propio de la sociedad titulizadora ha sido considerado una situación que requiere de la tutela pública, razón por la cual el Estado (a través de la SMV) se avoca regular y supervisar las titulizaciones y a las sociedades titulizadoras.

C. El contexto del caso, la resolución y el precedente

Ahora bien, como vimos, el artículo 260 de la Ley de Bancos fue bastante claro al prohibir la emisión de valores por parte de los ‘fideicomisos bancarios’. Asimismo, fue muy directa la referida ley al indicar en su artículo 242, que los fiduciarios bancarios no pueden operar como sociedades titulizadoras (1996). Finalmente, también fue muy explícita la LMV al precisar en su artículo 314 que solo los fideicomisos de titulización pueden emitir valores mobiliarios (2002).

Sin embargo, no fue tan clara, como veremos más adelante, la LMV al establecer o restringir las funcionalidades, finalidades o propósitos de los fideicomisos de titulización. No indicó expresa e indubitadamente que las titulizaciones no podrían utilizarse para gestionar activos en garantía o en administración sin emitir valores o cumplir una función exclusivamente de garantía de manera similar a como operan los fideicomisos bancarios. En ese sentido, es en esa indefinición relativa que se producen los hechos materia del caso Acres y, por tanto, se emite la resolución y el precedente.

IV. EL CASO Y EL PRECEDENTE

Hagamos una breve revisión del caso Acres. El 31 de agosto de 2016, la SMV inició un procedimiento

⁶ Artículo 301. Fideicomiso de titulización:

[...] Únicamente las sociedades titulizadoras a que se refiere el artículo siguiente, salvo los supuestos de excepción que establezca Conasev mediante disposiciones de carácter general, pueden ejercer las funciones propias del fiduciario en los fideicomisos de titulización (2002).

⁷ Artículo 307. Supervisión y Control: “Las sociedades titulizadoras se encuentran sujetas al control y supervisión de CONASEV, deben contar con autorización de organización y de funcionamiento expedido por el mencionado organismo público, e inscribirse en el Registro” (2002).

sancionador contra Acres mediante el Oficio 4866-2016-SMV/10.3. En dicho procedimiento sancionador, la SMV cuestionó ciertos aspectos vinculados a dos fideicomisos de titulación constituidos por Acres según se detalla a continuación (en adelante, los Fideicomisos de Titulación Cuestionados):

A. Fideicomiso de titulación PHT

- Perú Holding del Turismo S.A.A., en calidad de originador, transfirió a Acres, en calidad de fiduciario, determinados activos para desarrollar un proyecto inmobiliario.
- Con esos activos Acres constituyó el patrimonio fideicometido PHT y con cargo a dicho patrimonio fideicometido emitió un único valor mobiliario en favor del propio originador, Perú Holding del Turismo S.A.A. Este último le confirió el derecho a la totalidad de los flujos remanentes provenientes de la liquidación del patrimonio fideicometido PHT al término del plazo de vigencia (en adelante, Certificado A).
- Perú Holding del Turismo S.A.A. otorgó en garantía mobiliaria el Certificado A en favor de una entidad financiera (quien habría aprobado una línea de crédito para financiar el proyecto inmobiliario).
- En adición al Certificado A, Acres tenía la instrucción de emitir un valor mobiliario a cada uno de los compradores de las unidades inmobiliarias que se desarrollen bajo el proyecto inmobiliario (en adelante, Certificados B).

B. Fideicomiso de titulación PBE

- Inmobiliaria PBE S.A.C., en calidad de originador, transfirió a Acres, en calidad de fiduciario, determinados activos para desarrollar un proyecto inmobiliario.
- Con tales activos Acres constituyó el patrimonio fideicometido PBE y con cargo a dicho patrimonio fideicometido emitió un único valor mobiliario a favor del propio originador, Inmobiliaria PBE S.A.C. Este último le confirió el derecho sobre la totalidad de los activos dados en dominio fiduciario.
- El originador Inmobiliaria PBE S.A.C. (y titular del único valor mobiliario emitido) constituyó garantía mobiliaria sobre el valor mobiliario a favor de una entidad financiera (quien habría aprobado una línea de crédito para financiar el proyecto inmobiliario).

El caso concluyó con la imposición de una multa en primera instancia administrativa a través de

la Resolución de Superintendencia Adjunta 051-2017-SMV/10 que fue confirmada en parte por la SMV en la resolución, la misma que contiene el precedente.

V. LA TITULIZACIÓN SEGÚN LA SMV

A. Resumen de la argumentación de la SMV

El análisis de la SMV concluyó lo siguiente:

- Un fideicomiso de titulación debe necesariamente respaldar valores emitidos por la sociedad tituladora en el marco del propio proceso de titulación. En ese sentido, Acres, según la SMV, debió emitir valores mobiliarios con cargo a los Fideicomisos de Titulación Cuestionados.
- Para ser considerados valores mobiliarios, los títulos tuvieron que necesariamente haber sido emitidos de manera masiva. Los títulos emitidos por Acres con cargo a los Fideicomisos de Titulación Cuestionados, según la SMV, no cumplieron con ser emitidos de manera masiva.

La SMV sancionó a Acres porque consideró que: (i) los Fideicomisos de Titulación Cuestionados no cumplieron con los requisitos mínimos para ser considerados fideicomisos de titulación; y (ii) la constitución, administración y ejecución de los Fideicomisos de Titulación Cuestionados (al no cumplir con los requisitos mínimos para ser considerados fideicomisos de titulación) no se encuentran dentro de las actividades que una sociedad tituladora puede realizar.

No habiendo Acres, según la SMV, emitido valores mobiliarios con cargo a los Fideicomisos de Titulación Cuestionados, dichos patrimonios no constituyen fideicomisos de titulación. En ese sentido, dado que los Fideicomisos de Titulación Cuestionados no constituyen fideicomisos de titulación de conformidad con el análisis de la SMV, Acres se encuentra participando en operaciones ajenas a titulaciones de valores y, por lo tanto, realizando actividades fuera de los alcances autorizados por su objeto y la regulación aplicable.

B. El desarrollo conceptual de la SMV

Revisemos con más detenimiento los argumentos de la SMV:

1. Un fideicomiso de titulación debe necesariamente respaldar valores emitidos por la sociedad tituladora en el marco del propio proceso de titulación

La SMV inició su análisis sobre este punto partiendo de lo previsto en el artículo 291 original de la LMV, el mismo que señalaba que la “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**” (2002) [el énfasis es nuestro]. Nótese que el artículo 291 original de la LMV demandaba como propósito **exclusivo** de la titulización el respaldo de valores emitidos con cargo al propio patrimonio titulado.

Cita luego la SMV el artículo 291 de la LMV modificado por la Ley 29720, Ley que Promueve las Emisiones de Valores Mobiliarios y Fortalece el Mercado de Capitales, el mismo que establece que la “titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio **cuya finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio**” (2002) [el énfasis es nuestro]. De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (en adelante, CONASEV) mediante norma de carácter general.

Posteriormente, la SMV pasa a citar la exposición de motivos de la Ley 29720:

[...] en tal sentido, se propone modificar en el concepto de la titulización y el respaldo de los activos transferidos al patrimonio, el término “exclusivo” por “finalidad”, **a fin de dar cierta flexibilidad y agilidad para que el esquema de titulización pueda adaptarse a distintas estructuras financieras, sin que ello altere la esencia y finalidad de la figura de titulización, la cual es la emisión de valores** (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV) [el énfasis es nuestro].

Concluye la SMV que, aunque ya no puede interpretarse que la titulización tiene como propósito exclusivo respaldar el pago de los créditos contenidos en valores mobiliarios emitidos con cargo al patrimonio titulado (al haber eliminado dicho requisito la Ley 29720), no deja de ser el pago de tales valores la principal finalidad de la titulización.

La SMV continúa con un análisis similar al revisar la redacción original de los artículos 301 y 308 de la LMV. Estos establecían como finalidad exclusiva de la titulización servir como fuente de pago de los valores emitidos por la propia de titulización y que

posteriormente, luego de la modificación efectuada por la Ley 29720, dejaron de servir exclusivamente para tal fin, permitiendo respaldar el pago de otras obligaciones.

Al respecto, indica la SMV que:

[...] conforme al texto original de los artículos 301 y 308 de la LMV, el fideicomiso de titulización fue diseñado como un mecanismo o alternativa de financiamiento a través de la emisión de valores mobiliarios emitidos por la sociedad tituladora con cargo a un patrimonio fideicometido, [...] la Ley 29720 eliminó la finalidad específica de los fideicomisos de titulización (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).

En ese sentido, cabe resaltar que conforme a la exposición de motivos del proyecto de la Ley 29720, la modificación bajo comentario buscaba dar flexibilidad y agilidad a los procesos de titulización para que el esquema de titulización pudiese adaptarse a distintas estructuras financieras, manteniéndose la emisión de valores como elemento fundamental de los procesos de titulización.

Termina la SMV analizando el artículo 314 de la LMV, especialmente el cuarto párrafo de este. El comentado artículo señala que, “el patrimonio fideicometido podrá, asimismo, respaldar valores representativos de derechos de crédito emitidos por terceras personas si así se hubiere establecido en el acto constitutivo” (2002).

Este artículo permite dos interpretaciones de acuerdo con la SMV:

- a) Una interpretación según la cual “las sociedades tituladoras estarían permitidas de constituir patrimonios fideicometidos para garantizar exclusivamente obligaciones de terceros” (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).
- b) Otra interpretación donde:

[...] el fideicomiso de titulización respalda [...] valores mobiliarios emitidos por una sociedad tituladora y adicionalmente, valores representativos de derechos de crédito emitidos por terceras personas, [...] siempre que dicho respaldo sea secundario a la finalidad del fideicomiso de titulización, que es la de servir como garantía o fuente de recursos para el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dichos patrimonios, elemento principal y central de toda titulización de activos (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).

La SMV se inclina por la segunda interpretación, de manera que el fideicomiso de titulización debe necesariamente servir como fuente de pago de los derechos de crédito contenidos en los valores mobiliarios emitidos por la sociedad titulizadora en el propio proceso de titulización y, solo de manera accesoría, para garantizar el pago de valores mobiliarios emitidos por terceros.

Así, señala la SMV, que:

[...] el cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV debe ser interpretado de manera conjunta con las demás disposiciones de la misma ley, que regulan los procesos de titulización de activos. En ese sentido, conforme al artículo 301 de la LMV, el fideicomiso de titulización se constituye con una finalidad determinada y sirve de respaldo para pagar los derechos contenidos en los valores emitidos con cargo a dicho patrimonio, siendo indispensable que el fideicomiso de titulización incluya la emisión de valores por parte de la sociedad titulizadora (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).

2. Para ser considerados valores mobiliarios los títulos deben haber sido emitidos de manera masiva

Una vez llegada la SMV a la conclusión de que el fideicomiso de titulización requiere una emisión de valores mobiliarios, desarrolla lo que considera debe entenderse como valores mobiliarios. Indica la SMV, que la principal característica de los valores mobiliarios se encuentra vinculada a la forma en que son emitidos: los valores mobiliarios se emiten de manera masiva.

Al efecto, cita la SMV el artículo 3 de la LMV, el mismo que indica que “son valores mobiliarios aquellos **emitidos en forma masiva** y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor” (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV) [el énfasis es nuestro]. Asimismo, hace referencia la SMV al artículo 255 de la Ley 27287, Ley de Títulos Valores (en adelante, LTV), el cual asegura que, “**son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva**, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan” (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV) [el énfasis es nuestro].

Finalmente, la SMV invoca el artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10 (en adelante, el Reglamento OPP):

[...] b) Emisión masiva. - Se considera emisión masiva a aquella que se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneos o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste. **La emisión de un número igual o inferior a diez (10) valores en forma simultánea, o sucesiva en un período de un (1) año, no constituye emisión masiva** (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV) [el énfasis es nuestro].

C. La aplicación del desarrollo conceptual de la SMV al caso

Como vimos, la SMV argumentó que la LMV establece expresamente que la finalidad principal⁸ de los procesos de titulización es constituir un patrimonio autónomo que sirva de respaldo del pago de los valores mobiliarios emitidos con cargo a dicho patrimonio por la sociedad titulizadora. La SMV procedió a analizar las características de los títulos emitidos con cargo a los Fideicomisos de Titulización Cuestionados y determinó que dichos títulos no cumplían con las características de los valores mobiliarios señalados en el artículo 3 de la LMV y el artículo 5 del Reglamento OPP.

Sobre el Fideicomiso PHT, la SMV indicó que solo se emitió:

[...] un certificado de participación a favor del originador (Perú Holding de Turismo S.A.A.), que no cumple con lo dispuesto por el artículo 3 de la LMV y el artículo 5 del Reglamento OPP para considerarse como un valor mobiliario, y que seguidamente, el certificado será otorgado en garantía a favor de la empresa financiadora (Tundra Swan International S.A.) con la finalidad de respaldar las obligaciones asumidas por el promotor (Compupalace Perú S.A). De acuerdo con lo señalado, no se evidencia que el patrimonio PHT respalde el pago de los derechos contenidos en valores mobiliarios emitidos por la propia sociedad titulizadora con cargo a dicho patrimonio y adicionalmente por

⁸ Con excepción del Fideicomiso de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces (en adelante, FIBRA), en la que la SMV aclara que según lo establecido en el artículo 70 y 71 del Reglamento de Procesos de Titulización, la finalidad de los FIBRA es “la adquisición o construcción de bienes inmuebles a que se destinen a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso” (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).

una tercera persona, sino que dicho patrimonio funge como garantía ante el incumplimiento del promotor en el pago del crédito que le fue otorgado por un tercero. Debe resaltarse que el artículo 314 de la LMV (que regula la emisión de valores mobiliarios en los procesos de titulación de activos) resulta aplicable tanto a las ofertas públicas como a las privadas (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).

Sobre el Fideicomiso PBE, la SMV sostuvo que:

[...] el originador o fideicomitente recibió el Certificado de Participación A por la transferencia de sus activos y que se trata de un solo certificado que no cumple con lo dispuesto por el artículo 3 de la LMV y el artículo 5 del Reglamento OPP para considerarse como un valor mobiliario. En ese sentido, se aprecia que el propósito de dicho certificado es garantizar las obligaciones asumidas por el originador frente al financiador, referidas a un crédito otorgado (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).

Se agrega al respecto de los Certificados B, que “estos tienen por finalidad representar el derecho que el adquirente de la unidad inmobiliaria tiene respecto del inmueble que adquirió, así como de la parte proporcional de las áreas comunes” (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).

Si bien se emitiría más de uno, según el número de unidades inmobiliarias que conforman el proyecto, los Certificados B serán emitidos por el fiduciario una vez que:

[...] (i) el Fiduciario suscriba un contrato de compraventa y (ii) el Promotor comunique al Fiduciario que el respectivo adquirente ha cumplido con pagar la cuota inicial prevista en el contrato de compraventa o, de ser el caso, el íntegro del precio de transferencia (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).

Para concluir su argumento, la SMV agregó que:

[...] ninguno de los patrimonios antes analizados cumple con la LMV y el Reglamento de Titulación para ser considerado como un fideicomiso de titulación bajo el ámbito de la LMV, pues como hemos señalado, los fideicomisos de titulación deben respaldar el pago de valores mobiliarios emitidos por la propia sociedad tituladora con cargo a los patrimonios fideicometidos bajo su dominio fiduciario, y sólo adicionalmente pueden servir de respaldo para pagar valores mobiliarios emitidos por terceros, por lo que, si bien las estructuras diseñadas por ACRES ST pueden tener la apa-

riencia de un fideicomiso de titulación, al no cumplir con la normativa que regula su diseño, debe concluirse que ACRES ST ha realizado una actividad fuera de su objeto social (Precedente de Observancia Obligatoria 001-2020-SMV).

En resumen: la SMV consideró que la constitución, administración y ejecución de los Fideicomisos de Titulación Cuestionados no se encuentran dentro de las actividades que una sociedad tituladora puede realizar en tanto que tales estructuras fiduciarias no pueden considerarse como fideicomisos de titulación en la medida de que los Fideicomisos de Titulación Cuestionados no realizaron una emisión de valores mobiliarios.

VI. LA NATURALEZA FINANCIERA DE LA TITULIZACIÓN

La LMV contempla en su artículo 294 distintos procesos de titulación:

[...] la titulación puede ser desarrollada a partir de los siguientes patrimonios de propósito exclusivo: a) Patrimonios fideicometidos, mediante fideicomisos de titulación; b) Patrimonios de sociedades de propósito especial; y, c) Otros que resulten idóneos, según establezca CONASEV mediante disposiciones de carácter general (2002).

En ese sentido, para la legislación peruana existe una relación de género-especie entre los procesos de titulación y los fideicomisos de titulación: los fideicomisos de titulación son una de las formas jurídicas que revisten los procesos de titulación. Otra forma legalmente reconocida (o típica) de realizar titulaciones es a través de sociedades de propósito especial. Finalmente, la LMV deja abierta la posibilidad para que la SMV establezca otros procesos de titulación. Podemos dar luz entonces, sobre la función o naturaleza de los fideicomisos de titulación revisando la función o naturaleza de los procesos de titulación de activos.

Como vimos al iniciar este trabajo, la LMV y su regulación proporcionan una solución legislativa para operaciones financieras del mercado de capitales. Más puntualmente, la LMV (y su legislación relacionada) está fundamentalmente dirigida a regular los procesos de financiamiento que se producen mediante la emisión de valores y los agentes y participantes relacionados a tales procesos. Los procesos de titulación de activos y los fideicomisos de titulación están regulados en la LMV. La referida norma indica que su finalidad es “promover el desarrollo ordenado y la transparencia del mercado de valores, así como la adecuada protección del inversionista” (2002). Sistemáticamente

ubicados y regulados los procesos de titulación y los fideicomisos de titulación en –y por– la LMV, podemos desde ya inferir que son operaciones financieras.

La LMV define en su artículo 291 a la titulación de activos como:

[...] el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores (2002).

La LMV reconoce la finalidad financiera de los procesos de titulación cuando indica que su “finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio” (2002). El Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos, Resolución 001-97-EF-94.10 (en adelante, Reglamento de Titulación de Activos) va más allá y considera expresamente tal característica financiera en su artículo 7 cuando establece que⁹:

(...) dada la inherente función de financiamiento que subyace a todo proceso de titulación, las disposiciones contenidas en el artículo 298 de la Ley únicamente serán de aplicación cuando los valores hayan sido colocados o transferidos a título oneroso a los inversionistas (Resolución CONASEV 0001-1997).

Es claro entonces, que para nuestra legislación: (i) los procesos de titulación tienen una finalidad general financiera; y (ii) el proceso de titulación incluye la transferencia en dominio fiduciario y la emisión de los valores respectivos y la titulación tiene como finalidad específica respaldar el pago de los valores así emitidos.

La figura de titulación en el Perú se inspiró en otras jurisdicciones, incluyendo Estados Unidos de América que fue “donde nació y se desarrolló este tipo de operaciones” (Castritius, 2012, p. 92).

En Estados Unidos de América, la función principal de las titulaciones fue también de orden financiero:

[...] el sistema encontró su razón de ser en los mercados secundarios de títulos hipotecarios y, posteriormente, se amplió a la transforma-

ción directa que hacen las empresas de sus activos ilíquidos en valores mobiliarios que están representados en títulos de créditos (Alcázar, 1997, p. 295).

El proceso de titulación nació en los Estados Unidos de América como una forma de traer a valor presente activos ilíquidos o de poca rotación mediante la emisión de títulos de crédito con cargo a patrimonios constituidos por dichos activos (ilíquidos o de poca rotación). El uso de la titulación en los países más desarrollados hizo que el mercado latinoamericano comience a interesarse en esta figura y a explorar sus ventajas. El legislador peruano tomó como referencia una figura de naturaleza eminentemente financiera del mundo anglosajón para crear la titulación:

[...] como señalamos, el mercado que se tomó como modelo fue el de los EE.U.U. En dicha jurisdicción, la experiencia había evidenciado que los agentes recurrían consistentemente a más de un tipo de figura legal para crear los Vehículos de Titulación: el *trust* o las *corporation* (Castritius, 2012, p. 89).

Sin embargo, a diferencia de lo que ocurrió en los Estados Unidos de América (que no requirió de mayor regulación para implementar las denominadas ‘securitizaciones’), en el Perú, la figura de la titulación se reguló en una norma especial pues:

[...] a diferencia del sistema anglosajón, en el que se otorga una gran fuerza a los que las partes establezcan por vía contractual, nuestro sistema jurídico, integrante de la familia del Derecho Continental, predominante en Latinoamérica, no ofrece la misma confianza a las partes respecto a que lo que pacten se verá confirmado judicialmente, en caso se requiera [...] (Castritius, 2012, p. 89).

Es decir, el legislador prefirió regular esta figura de forma expresa y, de esta forma, dar seguridad jurídica a los agentes para así fomentar esta forma de financiamiento en nuestro país.

Adicionalmente a las disposiciones de nuestra legislación y al antecedente histórico, la doctrina tanto local como extranjera es clara y pacífica al reconocer la naturaleza financiera de los procesos de titulación de activos. La titulación de activos es “un mecanismo alternativo de financiamiento que consiste en transformar activos ilíquidos o de lenta rotación en valores mobiliarios que son co-

⁹ Una de las modificaciones de la Resolución SMV 007-2022-SMV/01 eliminó, inexplicablemente en opinión de los autores, esta referencia a la función de financiamiento de los procesos de titulación. A pesar de dicha eliminación y la modificación del artículo 7 del Reglamento de Titulación de Activos, los autores son de la opinión que la función intrínseca de financiamiento sigue encontrándose recogida en el ordenamiento positivo peruano.

locados en el mercado de capitales, para así obtener dinero en efectivo y adelantar las ganancias futuras” (Buendía, 1995). Esta función inherente financiera es también identificada por otros autores peruanos al señalar que “la titulización de activos es una típica operación de financiamiento fuera de balance (*off balance sheet*), que permite que la empresa pueda llevar su ecuación deuda/capital a niveles importantes” (Lazo, 2007, p. 191) y que bajo la misma “se han realizado titularizaciones sobre una gran diversidad de activos, llegando a tener esta modalidad de financiamiento un gran impacto en el mercado de capitales” (Buendía, 1995, p. 99).

A nivel internacional, los autores también reconocen la característica intrínsecamente financiera de los procesos de titulización como Schwarcz, al señalar que “una compañía que quiere obtener financiamiento a través de una securitización empieza con la identificación de los activos que pueden ser usados para obtener o captar recursos” (2000, p. 114).

En un sentido similar se pronuncia Rodríguez Azuero al indicar que:

[...] a través de la titularización es posible transformar en efectivo activos fijos o de lenta rotación, o flujos cuyo ingreso se espera, a través de la emisión y colocación en el mercado de títulos homogéneos, respaldadas en un patrimonio autónomo constituido en la transferencia previa de aquellos (2002, p. 904).

Se puede apreciar con cierto nivel de certeza entonces que: (i) de una revisión sistemática (al encontrarse desarrollada la titulización en un cuerpo normativo de naturaleza eminentemente financiera como la LMV); (ii) atendiendo a la literalidad de la propia regulación aplicable (la LMV y el Reglamento de Titulización de Activos); (iii) la inspiración legislativa y el antecedente histórico (del mundo financiero anglosajón); y (iv) a cierto consenso pacífico en la doctrina nacional e internacional; es entonces medianamente claro que la titulización de activos es un **proceso de financiamiento**.

Esta naturaleza financiera de los procesos de titulización de activos y del fideicomiso de titulización es, en nuestra opinión, de suma importancia para interpretar los alcances de las disposiciones de la LMV y el Reglamento de Titulización de Activos.

VII. LA TITULIZACIÓN Y LA EMISIÓN DE VALORES

Entramos ahora a analizar lo que consideramos el tema central de la resolución y el precedente: la

necesaria emisión de valores en un proceso de titulización y la accesoriedad de la función de garantía de los fideicomisos de titulización prevista en la LMV. Luego, pasaremos a revisar el requisito de la emisión masiva como condición fundamental para entender el concepto de valor mobiliario.

A. Los fideicomisos de titulización deben respaldar valores emitidos por la sociedad titularizadora en el marco del propio proceso de titulización o pueden cumplir una función autónoma de garantía

Nuestra opinión es que, de manera general, un fideicomiso de titulización debe respaldar el pago de valores emitidos en el marco del propio proceso de titulización. Como hemos analizado previamente, los fideicomisos de titulización son necesariamente y de manera general, financiamientos y, más específicamente, financiamientos que se materializan en la emisión de valores respaldados por el patrimonio fideicometido constituido en el marco del proceso de titulización de activos.

Ahora bien, existen dos supuestos recogidos en la LMV y en el Reglamento de Titulización de Activos que permiten cumplir una función de garantía a través de los procesos de titulización y en los fideicomisos de titulización. La primera disposición se encuentra en el artículo 291 de la LMV y resulta de aplicación a los procesos de titulización en general, incluyendo las titulizaciones materializadas vía fideicomisos de titulización. El segundo supuesto lo encontramos en el artículo 314 y resulta de aplicación a los fideicomisos de titulización.

1. El supuesto del 291: función de garantía de obligaciones con ciertas entidades

El artículo 291 de la LMV (que fue modificada por la Ley 29720) establece que la:

[...] titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio [...]. **De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine Conasev mediante norma de carácter general (2002)** [el énfasis es nuestro].

La norma indica que, de manera adicional a servir de respaldo de los valores mobiliarios emitidos con cargo a un patrimonio fideicometido, dicho patrimonio fideicometido puede también respal-

dar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales. No distingue la LMV respecto a qué obligaciones pueden encontrarse garantizadas (si cualquier obligación o solo obligaciones contenidas en valores mobiliarios). Por el contrario, esta únicamente indica que la CONASEV (ahora SMV) debe reglamentar los alcances de la norma.

En este caso, la LMV es clara y establece que el patrimonio fideicometido de un proceso de titulación puede servir como garantía de obligaciones con entidades financieras u organismos multilaterales al indicar expresamente “de manera adicional al cumplimiento de su finalidad” (2002). Y esa finalidad está detallada líneas arriba en el mismo artículo: “respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio” (2002).

Por lo tanto, de acuerdo con el artículo 291 de la LMV, el fideicomiso de titulación puede cumplir una función de garantía (para cierto tipo de entidades y organismos) siempre que primero cumpla su función financiera mediante la emisión de valores mobiliarios por parte de la sociedad tituladora a ser pagados con cargo a dicho patrimonio fideicometido (2002).

2. El supuesto del 314: función de garantía como respaldo de otros valores

La segunda disposición que contempla la función de garantía de los fideicomisos de titulación es el cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV que señala que: **“el patrimonio fideicometido podrá, asimismo, respaldar valores representativos de**

derechos de crédito emitidos por terceras personas si así se hubiere establecido en el acto constitutivo”¹⁰ (2002) [el énfasis es nuestro].

Existen dos posibles interpretaciones respecto del cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV: (i) que se trate de un supuesto de excepción que permite generar fideicomisos de titulación con una función exclusiva de garantía; o (ii) que se trate de una autorización legal para permitir a los fideicomisos de titulación garantizar obligaciones contenidas en valores mobiliarios de manera accesoria o complementaria a la emisión de valores derivado del proceso mismo de titulación. Nos inclinamos nosotros (del mismo modo que la SMV) por la segunda interpretación¹¹. Veamos la validez y alcances de esta interpretación desde diferentes puntos de vista y distintos métodos interpretativos.

a. *La literalidad del cuarto párrafo del artículo 314*

El cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV indica que “el patrimonio fideicometido podrá, asimismo, respaldar valores representativos de derechos de crédito emitidos por terceras personas si así se hubiere establecido en el acto constitutivo” (2002). Vale la pena detenerse en la redacción para entender los alcances de este artículo.

El uso del adverbio ‘asimismo’ parece intentar conectar el citado cuarto párrafo (que contiene la función de garantía) con la primera parte del 314 que indica “atendiendo a lo dispuesto en el acto constitutivo del fideicomiso, la sociedad tituladora emite valores libremente transferibles representativos de derechos respaldados en el

¹⁰ Este párrafo del artículo 314 de la Ley de Mercado de Valores no ha sido modificado desde la publicación de dicha norma.

¹¹ Cierta parte de la doctrina considera que la función de garantía de los fideicomisos de titulación es independiente a la función financiera al señalar que:

[...] esta posibilidad se incluyó en la regulación de la titulación de activos [referencia al artículo 314 de la Ley de Mercado de Valores en nota a pie de página], pese a no ser propiamente tal tipo de operaciones, por el simple hecho que, como señalamos, a la fecha de emisión del nuevo Marco Legal, la regulación del fideicomiso contenida en la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros adolecía de graves defectos, por lo que no era susceptible de albergar operaciones de fideicomiso que sirvan de garantía a emisiones corporativas. Entonces, lo que se quiso era habilitar un nuevo mecanismo de garantía a favor de los agentes de mercado. Dicha modalidad permite, **entonces, que se constituyan patrimonios fideicometidos con cargo a los cuales no se emitirían valores, sino que servirían como respaldo a la emisión de instrumentos de deuda a ser realizada por una tercera persona.** A la fecha, la legislación del fideicomiso ha sido reformada por la Ley General en línea con los mismos conceptos concebidos en la LMV, y ya permite el desarrollo de operaciones de fideicomiso, incluyendo los fideicomisos de garantía (Castritius, 2012, p. 97) [el énfasis es agregado].

El mismo autor indica que: “Nótese como, dentro de su concepción original, se previó que esté pueda servir tanto como un verdadero Vehículo de Titulación, cuando sirve como garantía al pago de valores emitidos por terceros” (Castritius, 2012, p. 97). En ese sentido, bajo dicha interpretación el legislador habría buscado regular una función de garantía de los fideicomisos de titulación bajo el cuarto párrafo del artículo 314 de la Ley de Mercado de Valores completamente independiente a la función financiera del fideicomiso de titulación, teniendo en cuenta los defectos que tenía la regulación vigente del fideicomiso bancario vigente a dicha fecha. Esta posición también parece ser compartida por Benavides cuando señala que:

[...] si bien el objetivo de toda titulación de activos implica una operación de financiamiento de organizaciones, el fideicomiso de titulación puede ser utilizado para brindar garantía fiduciaria sobre una emisión de valores que no se sustente en el patrimonio fideicometido (2002, p. 577).

patrimonio fideicometido. Tales valores confieren a su titular la calidad de fideicomisario” (2002). Además de adverbio, ‘asimismo’ es un conector lógico y es posible interpretar que justamente se intenta realizar una conexión lógica-jurídica (y sistemática) entre este párrafo cuarto y el resto del artículo. Por otro lado, la interpretación literal puede generar confusiones ya que el uso del adverbio ‘asimismo’ también podría interpretarse como ‘del mismo modo’ haciendo que la función de garantía sea completamente independiente a la función de financiamiento.

Esta disposición legal es, en su literalidad, lo suficientemente ambigua para interpretarse de dichas formas, no quedando claro si la función de garantía es independiente o accesoria. Esa ambigüedad añade importancia a la interpretación del cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV mediante diferentes métodos y técnicas interpretativas.

b. *La naturaleza financiera y finalidad de los procesos de titulación de activos*

Como hemos concluido en este trabajo, la titulación es un proceso de financiamiento. En ese sentido, todas las titulaciones deben considerar un componente financiero, no necesariamente exclusivo, pero al menos sí preponderante o principal.

El otorgamiento de una garantía fiduciaria no satisface la naturaleza financiera de los procesos de titulación. Si bien el otorgamiento de garantías se produce muchas veces en procesos financieros, el otorgamiento de garantías no es en sí mismo un proceso financiero. Esto debido a que las garantías son por definición accesorias y pueden también, en algunos casos, estar desvinculadas de financiamientos (atendiendo a otras relaciones de índole civil o comercial).

Si concluimos que el artículo 314 de la LMV permite realizar fideicomisos de titulación de activos sin emisiones de valores (dentro del propio proceso de titulación de activos) no se cumpliría la finalidad financiera que demanda la naturaleza de todas las titulaciones.

c. *La excepción a la regla*

Siendo la regla general que los fideicomisos de titulación sirvan como un vehículo de financiamiento mediante la emisión de valores (atendiendo a su eminente función financiera), la función de garantía prevista en el artículo 314 de la LMV no es una finalidad principal y de hecho se configura como un supuesto de excepción. Configurado el cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV como una excepción, consideramos que la interpretación en este caso debe ser restrictiva.

En ese sentido, parece más apropiado interpretar el cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV de manera limitada o restringida. Es decir, como una figura accesoria a la función principal financiera de los procesos de titulación de activos, de manera que la función de garantía sea complementaria y no independiente al proceso de emisión de valores del patrimonio titulado.

d. *Sistematización*

La LMV es una norma que básicamente regula los financiamientos realizados en el universo de las emisiones de valores (y los aspectos vinculados a ese universo). Los procesos de titulación de activos y, más especialmente, los fideicomisos de titulación no tienen una norma propia y diferenciada. En ese sentido, se encuentran dentro de dicho cuerpo normativo, siendo uno de los varios procesos de emisión de valores ahí regulados. Por tal motivo, para hacer una aproximación correcta al artículo 314 de la LMV correspondería aplicar el método sistemático por ubicación de la norma que establece que “la interpretación debe hacerse teniendo en cuenta el conjunto, subconjunto, grupo normativo, etcétera, en la cual se halla incorporada, a fin de que su ‘qué quiere decir’ sea esclarecido por los elementos conceptuales propuesto de tal estructura normativa” (Rubio, 2012, p. 245).

Desde un punto de vista del sistema en el que se inserta la regulación de los fideicomisos de titulaciones, permitir titulaciones que cumplan una función exclusivamente de garantía se alejaría de manera general de la naturaleza financiera de la LMV y, especialmente, del conjunto de disposiciones que regulan las titulaciones y los fideicomisos de titulación dentro del referido cuerpo normativo. Si tal fuera el caso, nuestra opinión es que una técnica legislativa adecuada hubiera demandado no regular dicha figura de manera ‘frugal’ y casi ‘tímida’ en la mitad de un artículo que como el 314, resalta la naturaleza financiera de los fideicomisos de titulación (al tratar ese artículo la propia emisión de valores titulados). Por el contrario, se debió generar un régimen aparte, en un articulado diferenciado, estructurado y con un lenguaje más asertivo. Como ejemplo, la Ley de Bancos y el Reglamento de Fideicomisos Bancarios establecen expresamente los tipos de fideicomisos, incluyendo el fideicomiso en garantía. Es una explicación más simple y satisfactoria desde un punto de vista del sistema en el que se inserta el cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV que se trata simplemente de una función de garantía complementaria y no de una institución completamente independiente del articulado y cuerpo normativo que la rodea.

Por otro lado, también dentro del mundo de la sistematización, es importante considerar las implicancias que tendría interpretar la posibilidad de titulaciones que cumplan una función exclusivamente de garantía en relación con otras disposiciones legales aplicables a los procesos de titulización de activos. En efecto, en el marco de la interpretación sistemática de la norma, otro punto relevante está relacionado con las implicancias de una interpretación que se aparte del conjunto normativo que rige los procesos de titulización de activos. Nos explicamos: la LMV establece un régimen regulatorio pensado para los procesos de titulización que conlleva intrínsecamente una emisión de valores. Interpretar que el proceso de titulización también puede funcionar independientemente a modo de fideicomiso en garantía, puede traer ciertas incongruencias o inconsistencias difíciles de conciliar con algunas disposiciones de la LMV.

El ejemplo más claro está en la vulneración a los principios fundamentales del proceso de titulización de activos establecidos expresamente de manera sistemática en la LMV. A modo de ejemplos, los fideicomisos de titulización con una función exclusiva de garantía vulnerarían los requerimientos mínimos inherentes a toda titulización establecidos en el artículo 291 de la LMV cuando indica expresamente que toda titulización debe comprender “la emisión de los respectivos valores”. Asimismo, sería incongruente con lo dispuesto para los fideicomisos de titulización en el artículo 301 de la misma ley, el cual señala que la titulización “respalda los derechos incorporados en valores”. Finalmente, sería igualmente contradictorio con lo establecido en el propio artículo 314 de la LMV, el cual indica que “la sociedad tituladora emite valores libremente transferibles representativos de derechos respaldados en el patrimonio fideicometido” (2002).

Reiteramos entonces que interpretar que los fideicomisos de titulización funcionan como fideicomisos con función exclusiva de garantía puede traer ciertas incongruencias o inconsistencias difíciles de conciliar con disposiciones de la LMV. Por tanto, pensamos que la interpretación correcta, desde el punto de vista sistemático, apunta a que la función de garantía es complementaria a la función financiera de los fideicomisos de titulización.

e. *La interpretación a la luz de la Ley 29720*

Es importante también considerar la propia interpretación que ha realizado el Congreso de la República del Perú (de manera bastante directa) sobre la finalidad de los procesos de titulización

de activos y la relevancia de tal finalidad. Para esta modalidad de interpretación, “la idea central de la interpretación es la búsqueda de la intención del legislador, lo que significa que el intérprete debe tratar de encontrar la voluntad que subyace en la norma” (Zusman, 2018, p. 113).

Recordemos que el artículo 291 original de la LMV señalaba que la “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” (2002).

La Ley 29720 modificó el original artículo 291 y estableció que:

[...] titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. [...] **De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones** contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine Conasev mediante norma de carácter general (2011) [el énfasis es nuestro].

Y al respecto, la exposición de motivos de la Ley 29720 indicó que:

[...] se propone modificar en el concepto de la titulización y el respaldo de los activos transferidos al patrimonio, el término “exclusivo” por “finalidad”, a fin de dar cierta flexibilidad y agilidad para que el esquema de titulización pueda adaptarse a distintas estructuras financieras, **sin que ello altere la esencia y finalidad de la figura de titulización, la cual es la emisión de valores** (2011) [el énfasis es nuestro].

Se modificó entonces la norma para permitir que la titulización garantice obligaciones distintas a los valores permitidos. Sin embargo, la Ley 29720 dejó muy claro que tal función de garantía es complementaria (‘adicional’ indica la norma) a su finalidad principal (que es servir de respaldo al pago de los valores emitidos). Entonces, el propio legislador está reconociendo que la función de garantía es accesoria o complementaria a, y no independiente de, la función financiera de la titulización. Asimismo, en la exposición de motivos el Congreso de la República del Perú resaltó la relevancia de mantener inalterada la ‘esencia y finalidad’ financiera de la titulización. Si dicha finalidad complementaria fue relevante para el artículo 291 de la LMV, pensamos que también debería ser, por consistencia,

para la interpretación del cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV¹².

- El artículo 14 del Reglamento de Titulización de Activos

El cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV tiene su desarrollo reglamentario en el artículo 14 del Reglamento de Titulización de Activos¹³:

[...] los fideicomisos a que se refiere el cuarto párrafo del Artículo 314 de la Ley, son aquellos en los que [...] el patrimonio fideicometido sirve de respaldo al pago de valores representativos de derechos de crédito emitidos por personas distintas al fiduciario, y los fideicomisarios son los titulares de dichos valores. El pago de los derechos de crédito que confieren los valores a que se refiere el párrafo anterior podrá, siempre que así se establezca en el acto constitutivo del fideicomiso: a) Encontrarse respaldado por los activos que integran el patrimonio fideicometido y el patrimonio del emisor, en cuyo caso son aplicables a la emisión, en primer lugar, las disposiciones relativas a la emisión de obligaciones de la Ley de Sociedades y, supletoriamente, las establecidas por la Ley y el presente Reglamento, en lo que corresponda; **b) Encontrarse respaldado únicamente por los activos que integran el patrimonio fideicome-**

tido y no con los del patrimonio del emisor, caso en el que son de aplicación las disposiciones contenidas en la Ley y el presente reglamento, en lo que sea pertinente. (Resolución CONASEV 0001-1997) [el énfasis es nuestro].

Primero debe quedar claro que el artículo 14 del Reglamento de Titulización de Activos desarrolla el supuesto del cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV. No se trata de un supuesto distinto o adicional. Ello se desprende literalmente del propio artículo 14 cuando indica que: “los fideicomisos a que se refiere el cuarto párrafo del artículo 314 de la ley, son aquellos en los que [...]” (Resolución CONASEV 0001-1997). El supuesto parte de un emisor tercero (diferente al patrimonio) y un fideicomiso de titulización que garantiza el pago de esos valores emitidos por ese tercero.

Habiendo identificado mediante una interpretación integral cuáles son los alcances reales del cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV y siendo el artículo 14 del Reglamento de Titulización de Activos un mero desarrollo de dicha disposición legal, es lógico concluir que el referido artículo 14 del reglamento no puede ir más allá de los alcances de fondo impuestos por la ley. Lo que hace, en realidad, el artículo 14 del Reglamento de Titulización de Activos es, primero, repetir lo que señala el párrafo cuarto artículo 314 de la LMV:

Gráfico 1: Demostración de la función de desarrollo que cumple el artículo 14 (Resolución CONASEV 0001-1997) respecto del artículo 314 (2002)

Artículo 314 de la Ley de Mercado de Valores	Artículo 14 del Reglamento de Titulización de Activos
“El patrimonio fideicometido podrá, asimismo, respaldar valores representativos de derechos de crédito emitidos por terceras personas si así se hubiere establecido en el acto constitutivo”.	“Los fideicomisos a que se refiere el cuarto párrafo del Artículo 314 de la Ley, son aquellos en los que (...) el patrimonio fideicometido sirve de respaldo al pago de valores representativos de derechos de crédito emitidos por personas distintas al fiduciario, y los fideicomisarios son los titulares de dichos valores”.

Fuente: Elaboración propia a partir de la LMV (2002) y el Reglamento de Titulización de Activos (Resolución CONASEV 0001-1997)

¹² En este caso, la doctrina que aboga por una función independiente de garantía del fideicomiso de titulización señaló que la modificación de la Ley 29720:

[...] resultaba innecesaria, pues el Marco Legal ya permitía que el patrimonio fideicometido pudiera asumir obligaciones distintas a las representadas en los valores mobiliarios a emitir con cargo al mismo. [...] En tal medida, creemos que ya era perfectamente posible establece en el acto constitutivo del fideicomiso que el fiduciario asumiera, con cargo al patrimonio fideicometido, obligaciones distintas a las incorporadas en los valores mobiliarios a emitir. Para dicho efecto, no debía confundirse la finalidad o el propósito del patrimonio fideicometido, con el tipo de operaciones que este puede realizar, el cual es definido por las partes en el acto constitutivo del respectivo fideicomiso. [...] Sin perjuicio de lo señalado, paradójicamente, la modificación que se efectuó al Marco Legal con la intención de ampliar sus alcances, supuestamente limitados en cuanto a la capacidad legal del fiduciario de tomar deuda con cargo al fideicomiso, terminó reduciendo dichos alcances, pues únicamente permite que entidades financieras y organismos internacionales sean los acreedores en tal deuda, de acuerdo con los límites y condiciones que pudiera establece la SMV (Castritius, 2012, pp. 101-102).

¹³ Los autores aclaran que el artículo 14 del Reglamento de Titulización de Activos fue modificado por la Resolución SMV 2022, de manera que se ha establecido que únicamente las sociedades tituladoras podrán participar en las operaciones señaladas en el cuarto párrafo del artículo 314 de la Ley de Mercado de Valores, siempre que el respaldo de derechos de crédito emitidos de terceras personas cumpla con las siguientes condiciones: (i) que menos del cincuenta por ciento (50%) del monto total de los valores mobiliarios respaldados por el patrimonio fideicometido corresponden a los valores emitidos por terceros; y (ii) el plazo de vencimiento de los valores emitidos por terceros bajo respaldo, no sea posterior al de los valores emitidos por la sociedad tituladora con respaldo en el patrimonio fideicometido.

Luego, el artículo 14 del Reglamento de Titulización de Activos pasa a describir los posibles sujetos obligados por el pago de los valores emitidos por los terceros y las normas que resultan de aplicación a cada caso, identificando dos alternativas: (i) o bien que tales valores se encuentren respaldados por el patrimonio del emisor y del patrimonio fideicometido titulado, resultando de aplicación la Ley General de Sociedades, Ley 26887 (en adelante, LGS), la LMV y el Reglamento de Titulización de Activos; o bien (ii) que tales valores se encuentren respaldados únicamente por el patrimonio fideicometido titulado, resultando de aplicación la LMV y el Reglamento de Titulización de Activos (Resolución CONASEV 0001-1997).

El Reglamento de Titulización de Activos no hace referencia adicional a si el fideicomiso de titulización de activos previsto en el cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV tendría que haber previamente emitido (o no) valores para cumplir la función de garantía ahí prevista o si el fideicomiso de titulización puede cumplir una función exclusivamente de garantía o si el supuesto del párrafo cuarto del artículo 314 de la LMV genera algún régimen especial de garantía independiente. Este artículo 14 del Reglamento de Titulización de Activos se limita, como dijimos, a desarrollar los posibles sujetos responsables del pago de los valores emitidos por el tercero. Este artículo no parece añadir mayor claridad sobre la posible función exclusivamente de garantía del fideicomiso de titulización. Aunque consideramos que tampoco debería, tratándose de un desarrollo reglamentario que no podría modificar la naturaleza de la figura establecida en el cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV¹⁴.

B. Para ser considerados valores mobiliarios, los títulos tienen que necesariamente haber sido emitidos de manera masiva de conformidad con lo previsto en el Reglamento OPP

1. Emisión masiva

En nuestra opinión es un requisito o atributo intrínseco a los valores mobiliarios su emisión masiva, en atención a las disposiciones previstas en el artículo 3 de la LMV. Este indica que “son valores mobiliarios aquellos **emitidos en forma masiva** y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor” (2002). Igualmente,

el artículo 255 de la LTV señala que “**son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva**, con características homogéneas o no en cuanto a los derechos y obligaciones que representan” (2000) [el énfasis es nuestro].

2. Características de la Emisión Masiva según la SMV

Recordemos que la SMV invocó el artículo 5 del Reglamento OPP que señala:

[...] b) Emisión masiva.- Se considera emisión masiva a aquella que se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneos o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste. **La emisión de un número igual o inferior a diez (10) valores en forma simultánea, o sucesiva en un período de un (1) año, no constituye emisión masiva** (Resolución CONASEV 0141-1998) [el énfasis es nuestro].

El Reglamento OPP establece entonces un número mínimo de títulos para que se consideren emitidos de forma masiva. Los valores mobiliarios pueden ser colocados mediante ofertas privadas o públicas. El artículo 5 del Reglamento OPP regula, como su nombre lo indica, las ofertas públicas de valores. De hecho, el artículo 1 del Reglamento OPP establece que finalidad es “regular las ofertas públicas primarias y de venta de valores mobiliarios que se desarrollen en el territorio nacional [...]” (Resolución CONASEV 0141-1998). Como se indica en el primer párrafo del artículo 5 del Reglamento OPP, este alcance del término ‘emisión masiva’ está previsto para ser aplicado únicamente en relación con lo regulado en el artículo 4 del Reglamento OPP que establece la obligatoriedad de la inscripción de los valores a ser ofertados de forma pública en el registro público del mercado de valores. Es decir, su función principal es identificar aquellos valores mobiliarios para efectos de la aplicación misma del Reglamento OPP.

Por tanto, el requisito del número mínimo de valores mobiliarios que establece el artículo 5 del Reglamento OPP solo aplica a ofertas públicas de valores y no al universo de valores mobiliarios (o mejor dicho a los valores colocados mediante oferta privada) (Resolución CONASEV 0141-1998).

¹⁴ Los autores precisan que el nuevo texto del artículo 14 modificado por la Resolución SMV 2022, sí es bastante más detallado y claro al señalar la naturaleza subsidiaria de la función exclusiva de garantía, que el texto original de dicho artículo (que es materia de comentario en este trabajo).

Sin perjuicio de que las disposiciones del Reglamento OPP no son aplicables a este caso, los valores mobiliarios sí deben ser emitidos de manera masiva. Pero, es claro para nosotros que no existe una disposición normativa aplicable a las ofertas privadas que disponga el número mínimo de valores mobiliarios que deben ser emitidos para verificar que tal emisión cumple con la característica de ‘masiva’¹⁵.

VIII. LA RELEVANCIA DE ESTE ANÁLISIS, LA OPINIÓN DE LA SMV Y LOS FIDEICOMISO DE TITULIZACIÓN CUESTIONADOS

Como mencionamos, la SMV interpretó que el cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV no permite fideicomisos con una función exclusiva de garantía, sino que tal función de garantía del fideicomiso de titulización es accesoria y, por lo tanto, solo se puede producir en la medida que exista una emisión de valores respaldada por el mismo fideicomiso de titulización. Coincidimos con esta interpretación de la SMV, en el sentido que el cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV no regula un supuesto de excepción que permite generar fideicomisos de titulización con una función exclusiva de garantía, sino que se trata de una autorización legal para que tales fideicomisos garanticen obligaciones contenidas en valores mobiliarios de manera accesoria o complementaria a la emisión de valores que resulta consustancial a todo proceso de titulización de activos.

Ahora bien, una pregunta válida sería: ¿Si el precedente ya estableció (de manera vinculante, además) que se requiere necesariamente de la emisión de valores para configurar un fideicomiso de titulización y que este tipo de fideicomiso no puede tener una función exclusiva de garantía, por qué es necesario mayor análisis sobre este punto? La respuesta es que si bien son correctas algunas de las conclusiones de la SMV, no coincidimos con la conclusión final a la que llega.

Recordemos el argumento de la SMV: (i) el fideicomiso de titulización debe necesariamente respaldar valores emitidos por la sociedad tituladora en el marco del propio proceso de titulización y recién cumplida dicha finalidad puede también cumplir una función de garantía; y (ii) para que se produzca la emisión, tienen que emitirse valores mobiliarios, y para ser considerados valores mobiliarios los títulos tuvieron que necesariamente haber sido emitidos de manera masiva. Hasta acá estamos de acuerdo conceptualmente con la SMV, el problema y nuestras dudas respecto de la re-

solución vienen cuando se intenta aterrizar dicho argumento ya al caso concreto de los Fideicomisos de Titulización Cuestionados.

La SMV concluyó que los Fideicomisos de Titulización Cuestionados no produjeron una emisión de valores mobiliarios debido a que no se emitieron una cantidad suficiente de títulos de conformidad con el Reglamento OPP. En ese sentido, no habiendo emisión de valores, no se cumplió con el requisito inherente a toda titulización; o poniéndolo de otro modo, que no se produjo una emisión de valores mobiliarios en la medida de que no se emitieron una cantidad mínima de títulos requeridos para generar una emisión masiva de conformidad con el Reglamento OPP. No estamos en desacuerdo en que la emisión debió ser masiva (debió serlo para cumplir con el requisito legal previsto en la LTV y en la LMV), pero en lo que sí estamos en desacuerdo es que el Reglamento OPP aplique también a ofertas privadas pues, como vimos, esta ideado para ser aplicado a ofertas públicas. Tal conclusión no solo es cuestionable, sino que es además excesivamente formalista y alejada del tema de fondo.

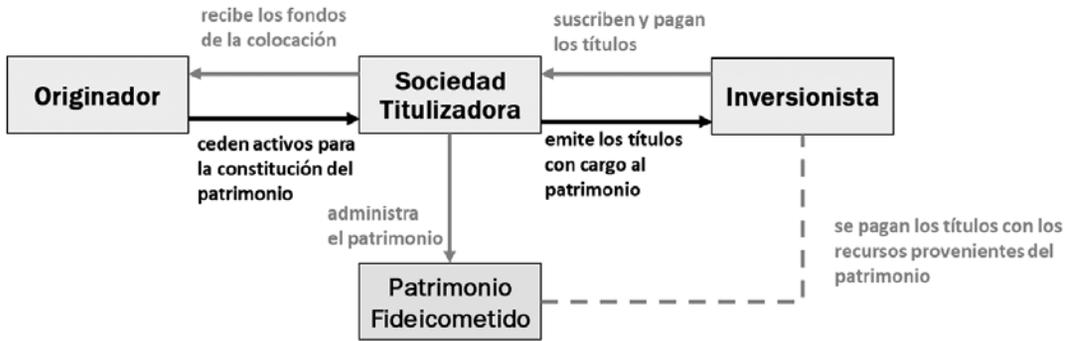
A. El tema de fondo para nosotros

En nuestra opinión, lo más interesante en este caso es analizar no solo si se produjo formalmente una emisión de valores, sino, si en efecto tal emisión realmente se produjo en el sentido de si hubo un proceso de financiamiento que sirviera como sustento a la emisión de valores. Como vimos, la titulización debe siempre materializarse en una emisión de valores, la misma que, a su vez, debe sustentarse en una necesidad financiera. Esto es una situación donde exista un agente que requiere recursos y un agente que mantiene un excedente de estos. Esta situación permite la operación jurídico-financiera (la emisión), en donde hay una canalización de los recursos excedentes del agente superavitario (titular de los valores) al agente deficitario (originador) sin la participación de un agente que asuma el riesgo (intermediación directa).

En el caso concreto de un proceso de titulización de activos, tal financiamiento se realizaría mediante: (i) la transferencia en dominio fiduciario de activos susceptibles de titulización y la creación de un patrimonio fideicometido titulizado; y (ii) la emisión de valores por parte de la sociedad tituladora con cargo a tal patrimonio fideicometido titulizado. Tales valores otorgarían el derecho a recibir un interés, rendimiento o participación a un inversionista que los adquiriría (agente superavitario), a cambio de un valor de colocación que sería

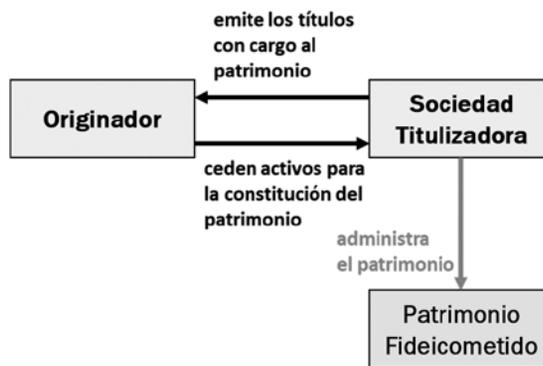
¹⁵ Según la Real Academia Española, el término masivo es un adjetivo que significa “que se aplica en gran cantidad”.

Gráfico 2: Flujo de recursos en un proceso de titulización típico



Fuente: Elaboración propia

Gráfico 3: Flujo de recursos en el caso de los Fideicomisos de Titulización Cuestionados



Fuente: Elaboración propia

entregado al originador (agente deficitario). En un proceso de titulización (típico como el descrito) el flujo de los recursos de un agente a otro y el repago se vería en el gráfico 2.

Veamos qué ocurrió en el caso¹⁶. Según lo detallado en la resolución, los originadores aportaron los activos y derechos, con cargo a tales activos se emitieron títulos a favor de los propios originadores (supuestamente en calidad de fideicomisarios). En el caso concreto de los Fideicomisos de Titulización Cuestionados, el flujo de los recursos se ve en el gráfico 3.

Como se puede apreciar: (i) dentro del proceso de titulización de los Fideicomisos de Titulización Cuestionados el supuesto agente deficitario y el supuesto agente superavitario son la misma entidad; y (b) no hay un desembolso real (un precio, un valor de colocación) pagado por el agente su-

peravitario para la adquisición de los valores. En efecto, el originador recibió un título que representa los activos subyacentes que el mismo originador aportó. El valor mobiliario emitido por un fideicomiso de titulización no es un reconocimiento del aporte del fideicomitente (originador), sino un documento que incorpora o refleja un derecho crediticio derivado de una inversión respaldada por los activos titulizados.

Es fácil apreciar que en el caso de los Fideicomisos de Titulización Cuestionados no existe un proceso real de financiamiento. De hecho, el verdadero financiamiento parece ir 'por fuera' del proceso de titulización, dado que sobre los títulos emitidos por los Fideicomisos de Titulización Cuestionados se constituyeron garantías mobiliarias con la finalidad de respaldar un financiamiento otorgado por ciertas entidades financieras o inversionistas en favor de los respectivos originadores. Es decir, pare-

¹⁶ Sirva como aclaración y *disclaimer*: no estamos en capacidad en este trabajo de determinar si efectivamente se produjo o no se produjo un financiamiento a través de los Fideicomisos de Titulización Cuestionados; no hemos tenido acceso a todos los antecedentes ni a la información necesaria para hacer un análisis de ese tipo. Tampoco es nuestro interés analizar el caso en sí mismo, sino los elementos subyacentes del caso y la necesidad de cumplir con la función financiera como requisito inherente a todas las titulaciones. Partimos de la información que se encuentra en la Resolución para hacer dicho análisis, asumiendo que no existe más información relevante.

ciera que este proceso de titulización se estructuró con la finalidad única de garantizar una operación de financiamiento que se realizó fuera de los Fideicomisos de Titulización Cuestionados. Esto es más o menos fácil de apreciar respondiendo a la pregunta: ¿Los valores emitidos bajo los Fideicomisos de Titulización Cuestionados sirvieron a algún otro propósito además de ser entregados en garantía? La respuesta parece claramente ser que no. Esto dado que parece que toda la estructura fue diseñada para emitir valores cuyo propósito no fue reflejar o evidenciar un financiamiento, sino, por el contrario, un derecho sobre un activo subyacente que luego sería entregado en garantía.

Es en la medida de que las estructuras de los Fideicomisos de Titulización Cuestionados no se sustentan en una necesidad financiera y no generan un financiamiento propiamente dicho. Ello permite que se pueda concluir que no se cumple con la naturaleza financiera que requiere toda emisión de valores mobiliarios y, consecuentemente, todo proceso de titulización de activos y fideicomiso de titulización. En ese sentido, los Fideicomisos de Titulización Cuestionados parecen no reflejar la estructura que como vimos requiere la LMV: una estructura que demanda una emisión de valores efectiva y real y no una meramente formal o aparente, una emisión de valores mobiliarios que se sustente en una efectiva necesidad financiera, y no una emisión que tenga por objeto obtener valores para ser entregados en garantía en un proceso de financiamiento ajeno a la titulización misma.

B. Algunas consecuencias de la interpretación de la SMV

Por otro lado, la conclusión de la SMV abre, además, la puerta a la siguiente pregunta: ¿Si se hubieran emitido once o más títulos en el marco de cada Fideicomiso de Titulización Cuestionado (cumpliendo con el número mínimo previsto el Reglamento OPP), en tal caso sí se habría cumplido con los requisitos mínimos previstos en la LMV y el Reglamento de Titulización de Activos para que cada uno de ellos sea considerado como un fideicomiso de titulización? La conclusión de la SMV lleva a pensar que el asunto dejaría de ser relevante si se estructura un fideicomiso de titulización con una función exclusiva de garantía y en el marco de tal estructura se emiten once o más títulos. Si bien la cantidad de títulos emitidos en el marco de una titulización es relevante para efectos de la determinación de la masividad, no es menos relevante que los títulos así emitidos obedezcan a la finalidad de servir como una operación de financiamiento.

El problema del argumento de la SMV es que hubiera bastado que se emitan más valores para ‘so-

lucionar’ la situación. En efecto, si el argumento de la SMV es que no se produjo una emisión de valores porque la cantidad de valores no supera un mínimo requerido legalmente (según la SMV), hubiera entonces bastado con emitir más valores, lo cual es muy simple, por ejemplo, ‘dividiendo’ los valores emitidos en tantos valores como sean necesarios para cumplir con la meta objetiva de la SMV (evidentemente representando cada uno individualmente una participación o valor nominal inferior). De hecho, la conclusión de la SMV en este caso es hasta contraproducente con lo que la entidad busca, que es básicamente que las sociedades tituladoras no participen como fiduciarios de fideicomisos en garantía (fuera del campo de actuación de su licencia de operación).

Recordemos que la SMV sancionó a Acres porque habría estado realizando actividades que no se enmarcan en lo que se considera como un proceso de titulización pues los títulos emitidos con cargos a los Fideicomisos de Titulización Cuestionados no cumplen con la característica de emisión masiva que exige la normativa para los valores mobiliarios. Por lo tanto, no estaría participando en titulaciones, sino en operaciones de otra naturaleza (fuera de su ámbito de actuación autorizado por la licencia otorgada por la propia SMV). Es decir, según la interpretación de la SMV, si una sociedad tituladora participa como fiduciario en una estructura similar, pero en tal caso se emiten la cantidad de valores mobiliarios necesarios para considerar que la emisión de estos han sido masivos (once o más según la SMV), entonces tal sociedad tituladora sí habría estado actuando dentro del marco de sus actividades autorizadas.

IX. CONCLUSIONES

Somos de la opinión que los fideicomisos de titulización deben cumplir una función financiera que se materializa necesariamente en la emisión de valores por parte de la sociedad tituladora con cargo al patrimonio fideicometido.

Coincidimos con la resolución en que una interpretación integral del cuarto párrafo del artículo 314 de la LMV permite que los fideicomisos de titulización pueden cumplir una función de garantía solo en la medida de que esta sea complementaria a la función financiera referida precedentemente. Sin embargo, es necesario precisar que nuestra interpretación se debe principalmente a la forma como está regulada actualmente la LMV y no por una cuestión de fondo respecto a que consideremos que deban existir diferentes tipos de fideicomisos regulados por diferentes cuerpos normativos o supervisados por distintas entidades gubernamentales.

Si bien los valores mobiliarios deben cumplir con el requisito de ser emitidos de forma masiva, consideramos que no resultan de aplicación a las ofertas privadas las disposiciones del Reglamento OPP que exigen un mínimo de diez valores emitidos para dar por cumplido el referido requisito.

En nuestra opinión, el principal cuestionamiento a los Fideicomisos de Titulización Cuestionados es que los mismos no sirvieron como un vehículo de financiamiento, y en ese sentido, es cuestionable si tales fideicomisos cumplieron con la función financiera inherente a todo proceso de titulización de activos. ■

REFERENCIAS

- Alcázar Uzátegui, R. (1997). La titulización de activos en el Perú. *Ius Et Veritas*, (15), 295-303.
- Benavides, J. (2002). La Titulización de Activos. En G. Serra (ed.), *El Mercado de Valores en el Perú* (pp. 553-601). Cultural Cuzco.
- Buendía Sardón, J. A. (1995). La titularización. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (31), 99-113.
- Castritius, P. (2012). Legislación de titulización de activos en Perú: reflexiones y propuestas a la luz de sus más de 16 años de vigencia. *Advocatus*, (87), 87-107. <https://doi.org/10.26439/advocatus2012.n027.4147>
- Corzo de la Colina, R. (1997). El fideicomiso. Alcances, alternativas y perspectivas. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (35), 47-63.
- Lazo, J. (2007). Una visión general sobre la titulación de activos en el Perú. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (31), 177-203.
- López-Aliaga, R., & Souza, L. (1997). La Intermediación Financiera y Banca de Inversiones en el Perú. *Derecho & Sociedad*, (12), 110-119.
- Rocca, L. (2017). *El Mercado de Valores en Fácil*. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Rodríguez Azuero, S. (2002). *Contratos Bancarios: Su Significación en América Latina*. Legis.
- Rubio Correa, M. (2012). *El Sistema Jurídico: Introducción al Derecho*. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Schwarcz, S. (2000). La alquilimia de la securitización de activos. *THĒMIS-Revista de Derecho*, (40), 113-122.
- Valdez Paredes, D. (2009). Una Visión Panorámica de la Regulación Financiera en el Perú: A Propósito de la Crisis Económica Mundial. Entrevista al Doctor Guillermo Ferrero Álvarez-Calderón. *Derecho & Sociedad*, (32), 17-23.
- Zusman, S. (2018). *La Interpretación de la Ley: Teoría y Métodos*. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

LEGISLACIÓN, JURISPRUDENCIA Y OTROS DOCUMENTOS LEGALES

- Decreto Supremo 093-2002, Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 12 de junio de 2002 (Perú).
- Ley 26702, Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Diario Oficial *El Peruano*, 9 de diciembre de 1996 (Perú).
- Ley 27287, Ley de Títulos Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 19 de junio de 2000 (Perú).
- Ley 29720, Ley que Promueve las Emisiones de Valores Mobiliarios y Fortalece el Mercado de Valores, Diario Oficial *El Peruano*, 25 de junio de 2011 (Perú).
- Resolución CONASEV 001-1997, Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, 9 de enero de 1997 (Perú).
- Resolución CONASEV 141-98-EF/94.10, Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, 21 de octubre de 1998 (Perú).
- Resolución SBS 1010-99, Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios, 11 de noviembre de 1999 (Perú).
- Resolución SMV 040-2020-SM/02, Resuelve el recurso de apelación interpuesto contra la resolución de superintendencia adjunta SMV 051-2017-smv/10, que constituye Precedente de Observancia Obligatoria, Diario Oficial *El Peruano*, 4 de mayo de 2020 (Perú).