

## UNA VISIÓN GENERAL SOBRE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

**Jorge Lazo Navarro\***

*En el presente artículo, el autor nos explica detalladamente el instrumento financiero conocido como titulización; de forma clara y didáctica.*

*Sumergiéndose en el tema, el especialista nos brinda definiciones y varios puntos de vista del concepto de la titulización, así como del objeto, de las estructuras, de las modalidades y de las garantías de la misma.*

*Teniendo en consideración la relevancia del aspecto práctico que caracteriza al Derecho financiero, nos instruye respecto de la evolución y aplicación de este instrumento desde su entrada en vigencia (hace once años, con la Ley de Mercado de Valores), y sobre las ventajas que genera su utilización.*

\* Socio del Estudio Grimaldo & Lazo Abogados. Encargado de la primera operación de titulización bajo la actual Ley del Mercado de Valores (fideicomiso de titulización de Ferreyros S.A.A. con intervención de Citicorp Perú Sociedad Titulizadora). Asimismo, en los últimos años, es uno de los principales asesores de operaciones de titulización de activos en Perú.

Se van a cumplir once años de haberse dictado, a través de la Ley del Mercado de Valores (Decreto Legislativo 861), el marco normativo para desarrollar operaciones de titulización de activos en nuestro país. Por esta razón, y por la evolución que aún queda en el desarrollo y aplicación de este instrumento en nuestro mercado, es que hemos considerado conveniente repasar los aspectos generales de la misma, haciendo énfasis en las ventajas y desventajas que ofrece nuestra legislación, y la experiencia práctica ocurrida en los últimos años a través de la distintas emisiones colocadas en el mercado local.

Durante los últimos años, uno de los procesos de mayor auge que se viene dando en la economía mundial es el relativo a la "desintermediación financiera", que se origina como consecuencia de la evolución del mercado de valores como una alternativa para obtener financiamiento o capitales de inversión al menor costo posible y en forma directa, reduciendo el costo que representa la intermediación bancaria.

## I. ANTECEDENTES

El desarrollo del mercado de valores ha dado lugar a una sofisticación cada vez mayor de los instrumentos que se ofrecen a los inversionistas en general, y más aún, a los denominados inversionistas institucionales, quienes demandan mejores niveles de rentabilidad y de seguridad para su inversión. Como bien apunta el tratadista argentino Silvio Lisoprawski, "el gran atractivo que sufren las economías, reside en la diversificación de los instrumentos de inversión. Con ello se genera progresivamente un cambio en el rol tradicional de la banca local, en lo que al monopolio del financiamiento se refiere"<sup>1</sup>.

Simultáneamente al crecimiento del mercado de valores, las necesidades de financiamiento o de obtención de liquidez sin incrementar sus pasivos por parte de los agentes que intervienen en distintas actividades de la económica se han incrementado o responden a nuevas situaciones como son el crecimiento de las ventas a plazo o el auge del crédito de consumo.

Dentro del contexto antes descrito, surgió con éxito en mercados más desarrollados el proceso de titulización de activos, que tiene distintas denominaciones en los países en los cuales es

utilizado. Así, en los Estados Unidos, Japón y Europa, por lo general, se le conoce como "securitización"; en México como "bursatilización"; y en Colombia se le denomina "titularización".

El mercado peruano no fue ajeno a la evolución del mercado de capitales y, menos aún, a la aparición de nuevos instrumentos financieros capaces de satisfacer las necesidades de los distintos agentes económicos que intervienen en nuestra economía. Por esta razón, se creó un marco normativo que permitiera el uso de la titulización de activos como una herramienta de financiamiento. A partir de la vigencia del marco regulatorio sobre la materia, una serie de empresas de primer nivel en el mercado local han hecho uso de esta herramienta a fin de obtener financiamiento fuera de balance y/o de acelerar su flujo futuro de ingresos, en la medida en que la titulización es un instrumento eficiente para el tomador de fondos y de riesgo reducido (esto en función a las características del activo subyacente y al nivel de atomización y diversificación).

## II. DEFINICIÓN

Uno de nuestros primeros objetivos es llegar a establecer una definición que, en términos claros y generales, defina los alcances de la operación de titulización de activos, y que incluya tanto una perspectiva legal cuanto financiera.

La palabra titulización deriva del vocablo inglés "securitización" que, en un concepto amplio, puede ser entendido como aquel mecanismo o técnica por la cual se estructura un préstamo o un endeudamiento mediante la emisión de valores mobiliarios destinados a ser colocados a terceros, ya sea mediante oferta pública o privada.

También puede asociarse la denominación de securitización al vocablo en inglés "security" que, en un sentido amplio, puede ser traducido como el mecanismo para representar, a través de un título financiero, un activo subyacente, el que no es fácilmente canjeable, como podría ser el caso de una cartera de créditos hipotecarios.

En este sentido, la titulización podría asemejarse a la definición clásica de emisión de obligaciones, la cual, parafraseando a Manuel Antonio Domínguez García, consiste en títulos valores, de soporte documental o magnético, emitidos en

serie, que representan, con carácter principal o fundamental, una deuda pecuniaria o promesa abstracta de pago por parte de la sociedad emisora, integrada en una operación económica unitaria de financiación externa de la cual se constituyen en parte alícuota y, con carácter accesorio, la posición de miembro de la asociación o sindicato de obligacionistas<sup>2</sup>.

Por su parte, para Manuel Broseta Pont, las obligaciones son créditos "(...) que se incorporan por mandato (de la ley) a documentos o títulos valores que, siendo títulos de rescate, sirven para legitimar al acreedor frente a la sociedad para el ejercicio frente a ella de sus derechos y, además, para facilitar su ágil transmisión a terceros"<sup>3</sup>.

Sin embargo, en términos más específicos, la titulación de activos tiene una connotación que supera la definición de obligaciones, puesto que como se podrá apreciar en las siguientes líneas, dicha operación tiene alcances mayores en cuanto a los activos que pueden ser titulizados, así como por los valores que se pueden emitir como consecuencia de dicho proceso.

Continuando con nuestra intención de acercarnos a una definición más exacta de la titulación de activos, conviene citar al argentino Silvio Lisoprawski, quien define a dicha operación como "un rediseño (mediante el armado de paquetes) del flujo de caja que generan individualmente los activos reunidos con el propósito señalado". Continúa diciendo Lisoprawski, "(c)onsiste en mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos-valores o participaciones que son colocadas entre inversores"<sup>4</sup>.

Por su parte, desde un punto de vista jurídico, el español Alberto Javier Tapia define a la titulación de activos como "el proceso en virtud del cual un sujeto (acreedor originario) que ostenta una posición jurídica acreedora (actual o potencial) respecto de otro u otros sujetos (deudores) que deben hacer frente al pago de su deuda en uno o varios momentos futuros, cede (cedente) aquel derecho de crédito de manera onerosa mediante

una compraventa a otro sujeto, con personalidad jurídica o sin ella, pero dotado, en todo caso, de autonomía patrimonial (cesionario), quien integra aquel crédito en su patrimonio y emite valores negociables con la garantía del derecho o derechos de crédito cedidos, valores que serán adquiridos por inversores, preferentemente institucionales"<sup>5</sup>.

Por su parte, para Ernesto Eduardo Martorell, la titulación consiste en "mancomunar o reunir un conjunto de activos, reagrupándolos, para que sirvan de respaldo a la emisión de títulos valores o participaciones que son colocadas entre inversores". Continúa, "(e)s una fuente alternativa de financiación que permite la movilización de activos de los balances"<sup>6</sup>.

Como se puede apreciar, existe más de una forma de definir a la titulación de activos, por ello, Martín Esteban Paolantonio, citando a otros autores, señala que "la securitización o titulación ha sido objeto de múltiples definiciones, cuya trascripción puede ser útil desde una perspectiva descriptiva"<sup>7</sup>. Así se ha entendido por securitización o titulación:

- a) La transformación de deuda ilíquida en títulos valores.
- b) El agrupamiento de créditos y su conversión a títulos valores, los que se suscriben y son colocados entre los inversores, estando los créditos incorporados a los títulos garantizados por los activos subyacentes y su flujo de fondos asociado.
- c) El proceso mediante el cual los flujos financieros originados por una agrupación predeterminada de operaciones crediticias, que son cedidas básicamente por entidades financieras, se destinan, una vez transformados, a la emisión de valores negociables atendidos con dichos flujos.
- d) El procedimiento de conversión de elementos del activo en instrumentos financieros aptos para permitir su ágil negociación en los mercados de capitales.

<sup>2</sup> DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio. "La emisión de obligaciones por sociedades anónimas". Madrid: Editorial Aranzadi. 1994. p. 47.

<sup>3</sup> BROSETA PONT, Manuel. "Manual de Derecho Mercantil". Sexta edición. Madrid: Editorial Tecnos. 1986. p. 284.

<sup>4</sup> LISOPRAWSKI, Silvio. Op. cit. p. 1.

<sup>5</sup> TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. "Sociedades y Fondos de Inversión y Fondos de Titulización". Madrid: Editorial DYKINSON. 1998. p. 279.

<sup>6</sup> MARTORELL, Ernesto Eduardo. "Contratos Bancarios". Buenos Aires: Editorial Depalma. 1996. p. 665.

<sup>7</sup> PAOLANTONIO, Martín Esteban. "Operaciones Financieras Internacionales". Buenos Aires: Editorial Rubinzal-Culzoni. 1998. p. 318.

- e) El proceso de conversión de cuentas por cobrar y otros activos que no son fácilmente negociables en títulos valores que pueden ser colocados y negociados en el mercado de capitales.
- f) El proceso mediante el cual una o varias entidades financieras o no venden a otra entidad o vehículo (*special purpose vehicle*) uno o más préstamos o derechos de crédito, de similares características, que dicho vehículo agrupa (cuando son varios) y, con su respaldo, emite valores de tal modo que exista cierta relación entre los flujos de caja que generen los activos adquiridos y los pagos en concepto de principal e intereses que se deriven de los valores emitidos.
- g) El proceso de obtención de recursos financieros mediante la emisión de valores negociables, respaldados o atendidos, a través de futuros flujos de tesorería procedentes de activos generadores de renta.

Sobre la base de los criterios expuestos, nos permitimos presentar una definición que recoja en esencia los dos elementos que, a nuestro criterio, constituyen las características básicas de la titulización: (i) la aceleración de flujos originados por activos, y (ii) la incorporación del derecho a recibir los flujos en un valor negociable que le permita al propietario del activo obtener fondos con cargos a los recursos generados por aquél.

En este sentido, definimos a la titulización de activos como el proceso que permite convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos o de lenta rotación, previamente estructurados o empaquetados, en valores mobiliarios negociables, para su colocación a terceros inversionistas mediante oferta pública o privada con la garantía que ofrecen los activos subyacentes y su flujo de fondos asociado.

### III. ESTRUCTURA BÁSICA DE UNA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

El proceso de titulización de activos se inicia, en términos abstractos, cuando una empresa denominada **entidad originadora** transfiere todo o parte de sus activos ilíquidos y/o flujos futuros de ingresos a un tercero, a efecto de reemplazarlos por activos de mejor rotación, con la finalidad de obtener un mayor nivel de liquidez como consecuencia de un mejor flujo de fondos o simplemente un financiamiento fuera de balance.

De esta forma, la empresa que transfiere dichos activos obtiene recursos de disponibilidad inmediata que podrá utilizar en el desarrollo de proyectos de inversión, como parte de su capital de trabajo, o para mejorar su imagen financiera y su capacidad de pago.

Dentro del esquema de la operación, el tercero que adquiere los activos, denominado **entidad emisora**, procede a la emisión de los valores mobiliarios respaldados sobre el flujo de los fondos derivados de los derechos incorporados en dichos activos, para colocarlos a terceros inversionistas. La sociedad emisora deberá constituir o representar en sí misma un **patrimonio de propósito exclusivo** (de esta forma respalda únicamente las obligaciones contraídas como consecuencia de los valores mobiliarios).

Con la constitución del **patrimonio de propósito exclusivo** se logra aislar el riesgo, concentrándolo únicamente en la capacidad de generación de flujos por parte de los activos transferidos.

Los valores pueden ser colocados mediante oferta pública o privada, siendo necesaria, en el primero de los casos señalados, la presencia de un agente colocador (puede decirse que el agente colocador es quien tiene la función de mediar por cuenta del emisor u oferente en la distribución al público de los valores objeto de la emisión u oferta).

Una vez emitidos los valores, será necesario encargar la gestión de cobranza de los activos titulizados a un tercero con capacidad y condiciones para hacerlo, a quien se denomina **sociedad administradora**. Por lo general, el propio **originador** asume la función de sociedad administradora, en la medida en que es quien mejor conoce a los deudores cedidos.

Adicionalmente, puede intervenir un tercero (o el propio **originador** u **emisor**) con la finalidad de otorgar garantías adicionales a la que ofrecen los activos incorporados del **patrimonio de propósitos exclusivos**. Las garantías antes referidas pueden ser reales (garantía mobiliaria o hipoteca, pero sobre activos distintos al del patrimonio de **propósitos especiales**) o personales.

### IV. MODALIDADES PARA LLEVAR A CABO UNA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Como bien apunta Paolantonio, "si bien las variantes que puede asumir la securitización o

titulización son numerosas y aumentan día a día, por lo que una pretensión de realizar una clasificación o enumeración taxativa está condenada al fracaso, resulta posible mencionar tres estructuras básicas que subsumen las alternativas generalmente utilizadas: *pass through securities*, *asset backed bonds*, y *pay through securities*<sup>8</sup>.

En efecto, las modalidades para llevar a cabo una operación de titulización de activos resultan muy variadas debido a la propia complejidad de la operación y de las necesidades particulares de la entidad que decide transformar sus activos ilíquidos o de lenta rotación en activos líquidos. Asimismo, resulta necesario precisar que, como consecuencia del rápido desarrollo de las técnicas financieras, las necesidades y requerimientos propios de los agentes que intervienen en el proceso de titulización; cada una de ellas tiene a su vez variaciones que ocasionan operaciones de titulización con características particulares.

Sin embargo, las tres modalidades mencionadas por Paolantonio son quizá las más generales y, por ello, conviene su estudio y revisión; más aún, cuando consideramos que cada una de las modalidades propuestas tiene características particulares que las hacen diferentes, aunque el resultado final sea el mismo.

A efectos de tener una mejor comprensión del proceso de titulización de activos, pasamos a exponer las principales características de cada una de las modalidades antes indicadas.

#### a) Modalidad de *pass through*

La modalidad de *pass through* implica la transferencia efectiva de los activos materia de titulización (debido a que los bienes salen del balance de la entidad originadora) en favor de la entidad emisora, la que a su vez los incorpora en un patrimonio autónomo contra el cual emite los títulos que serán adquiridos posteriormente por los inversionistas.

Como bien apunta el argentino Ernesto Eduardo Martorell, la modalidad de *pass through* "es el tipo más tradicional, implementado con la participación, como cuotapartista o tenedor de

un certificado de participación en la copropiedad o en los beneficios de una cartera (portafolio de activos homogéneos, generalmente similar en sus vencimientos, tasas de interés y calidad crediticia. La cartera es transmitida por venta, cesión, o endoso, según el activo de que se trate, a un vehículo, generalmente en fideicomiso (*trust*) a un fiduciario (*trustee*), que emite certificados de participación que son colocados entre inversores"<sup>9</sup>.

El mecanismo de *pass through* permite alcanzar los objetivos que busca la implementación de una operación de titulización de activos, toda vez que permite aislar el riesgo a un patrimonio autónomo constituido únicamente por activos generadores de flujos.

Esta modalidad está sustentada en una transferencia fiduciaria de los activos, por esta razón, conviene revisar los alcances del contrato de fideicomiso.

Un primer acercamiento a una definición de fideicomiso la podemos tomar de la definición propuesta por los argentinos Héctor Benébaz y Osvaldo Coll, que señalan que "el fideicomiso importa la transmisión de la titularidad de un bien, efectuado por un sujeto llamado fideicomitente a otro denominado fideicometido, fideicomisario o fiduciario, el que queda obligado a disponer de dicho bien, conforme lo ordene aquel"<sup>10</sup>. Asimismo, continuando con la posición de los mismos autores, "el fideicomiso es siempre un contrato mercantil por el cual el fideicomitente, usando de su capacidad jurídica de disposición, destina ciertos bienes a un fin lícito determinado, encomendando la realización de éste a una institución fiduciaria o fideicomisario que aplicará el beneficio de su encomienda al beneficiario"<sup>11</sup>.

La definición de fideicomiso se encuentra fuertemente vinculada al *trust* del derecho angloamericano, y en ese sentido, conviene revisar la definición de *trust* propuesta por las argentinas Lily Flah y Miriam Smayevsky, quienes señalan que "el *trust* es una relación fiduciaria derivada de la voluntad privada o de la ley, en virtud de la cual aquel que tiene sobre determinados bienes o derechos la propiedad formal o la titularidad está obligado, por efecto de la propiedad substancial

<sup>8</sup> Ibidem.

<sup>9</sup> MARTORELL Ernesto Eduardo. "Tratado de los Contratos de Empresa". Tomo II. Buenos Aires: Editorial Depalma. p. 689.

<sup>10</sup> BENELBAZ, Héctor y Osvaldo COLL. "Sistema Bancario Moderno". Tomo II. Buenos Aires: Editorial Depalma. 1994. p. 478.

<sup>11</sup> Ibidem.

que recae en él, a custodiarlos o administrarlos, así como servirse de ellos en provecho de uno o más beneficiarios o de un fin"<sup>12</sup>.

Por su parte, Lisoprawski define al fideicomiso como la "declaración de voluntad a través de la cual el fiduciante inviste a otro, el fiduciario, de una posición jurídica frente a terceros, como medio que excede el fin práctico tenido en vista por las partes, con la obligación de devolver el derecho estando su realización limitada por la convención fiduciaria establecida entre los sujetos"<sup>13</sup>.

Sin perjuicio de la validez de cada una de las definiciones propuestas, consideramos a bien proponer una definición a partir de la cual se pueda profundizar en la naturaleza jurídica del contrato de fideicomiso, y que a la vez pueda ser utilizada a efectos de aplicarla a la operación de titulización en específico<sup>14</sup>.

En este sentido, consideramos que el fideicomiso es el contrato por el cual una persona natural o jurídica transfiere en dominio fiduciario<sup>15</sup>, que origina la constitución de un patrimonio autónomo<sup>16</sup>, un bien a favor de un tercero, a efectos de que éste, durante el tiempo determinado, los use para cumplir con un encargo específico.

Una vez determinados los alcances del contrato de fideicomiso y su vinculación con el *trust*, podemos concluir que la operación de titulización de activos, bajo la modalidad de *pass through*, es aquella por la cual una persona jurídica transfiere todo o parte de sus activos en dominio fiduciario a favor de otra con la finalidad de que ésta incorpore dichos activos en un patrimonio autónomo y emita, con cargo a éste, valores mobiliarios a ser colocados a terceros inversionistas.

Bajo los alcances señalados, el fideicomitente (originador para efectos de la titulización) recibe, a cambio de la transferencia fiduciaria de sus activos, recursos líquidos de parte del fiduciario (sociedad titulizadora para efectos de la titulización), que a su vez los obtiene de la colocación de los valores a terceros.

De esta forma, queda claro que el fiduciario no asume inversión; más bien, es únicamente responsable frente a los inversionistas por el manejo y administración de los flujos generados por los activos transferidos.

Queda claro que el mecanismo de *pass through* permite:

- (i) Asignar un número determinado de activos (identificados) al pago del principal e intereses de los valores emitidos.
- (ii) Que los bienes transferidos no se incorporen al patrimonio de la empresa adquirente, sino que adquieran una personería jurídica propia cuya titularidad es ejercida por el adquirente.

De esta forma, los bienes sólo responderán por las obligaciones emitidas con el respaldo de éstas, y no por las derivadas de las actividades propias de la empresa o sociedad que las adquiere. En consecuencia, los títulos negociados gozan de un mayor respaldo para los inversionistas.

#### **b) Modalidad de emisión de *asset back bonds***

Esta modalidad tiene como característica principal la emisión de bonos o cualquier otro título de deuda por parte de la propia entidad originadora con el respaldo de determinados bienes que integran su activo.

Los fondos de los activos que respaldan la emisión de los títulos de deuda no son dedicados específicamente al pago de los intereses y la amortización del principal de los mismos, sino que provienen de los ingresos generales de la propia entidad originadora, razón por la cual se requieren, bajo esta modalidad, garantías adicionales a los propios activos.

En esta modalidad, los activos no se transfieren ni se transforman, sino que son utilizados para respaldar una emisión de pasivos, de forma tal que no salen del balance de la originadora, como ocurre bajo la modalidad de *pass through*.

<sup>12</sup> FLAH, Lily y Miriam SMAYEVSKY. "La securitización y la promoción de la Vivienda". Buenos Aires: Editorial Abeledo-Perrot. 1996. p. 14.

<sup>13</sup> LISOPARWSKY, Silvio. Op. cit. p. 109.

<sup>14</sup> Conviene recordar que, en términos generales, el fideicomiso proviene del derecho romano y tiene como principal característica la de ser un encargo de confianza que nace de un acto de buena fe.

A criterio de algunos, la modalidad de *asset back bonds* no constituye una titulización de activos en sí misma, y se asemeja más a una emisión de bonos corporativos con garantía específica constituida sobre activos y/o flujos del emisor (como puede ser el caso de una prenda dineraria).

En este sentido, el argentino Paolantonio, al referirse a la estructura de titulización bajo la modalidad *asset back bonds*, señala que “no existe el efecto financiero de financiación fuera del balance característico de las demás estructuras de securitización, siendo esta variante la que se asemeja más a una financiación normal con garantía real”<sup>17</sup>.

No obstante lo indicado, somos de la opinión de que algunas estructuras de titulización implementadas bajo esta modalidad sí pueden ofrecer a los inversionistas las seguridades de una titulización tradicional, aunque definitivamente para el emisor no se trate de una financiamiento fuera de balance.

Nuestra opinión se sustenta en operaciones en las cuales el emisor de un bono de tipo corporativo (por citar un ejemplo) cede (mediante una cesión de derechos) los flujos que se originen de la explotación de determinados activos que forma parte de su balance a favor de su acreedor o de los tenedores de los bonos emitidos. Mediante esta cesión, la garantía principal de los tenedores o bonistas será un flujo aislado del riesgo comercial del emisor y de la denominada prenda general que sobre el resto de sus activos tienen los demás acreedores del emisor.

### c) Modalidad de *pay through*

Mediante la modalidad de *pay through*, sí se produce una transferencia de los activos de la entidad originadora, pero los títulos emitidos

respaldados por el flujo de fondos materia de la operación figuran como deuda en el balance de la entidad originadora.

Uno de los mecanismos que se utilizan como consecuencia de la modalidad de *pay through* son las llamadas sociedades de propósitos especiales. Éstas se constituyen como sociedades anónimas cuyo único objeto social resulta ser la compra de activos con la finalidad de realizar una emisión de títulos respaldados sobre los mismos, a efecto de colocarlos mediante oferta pública o privada a terceros inversionistas.

La propia entidad originadora podría constituir una sociedad anónima, como único accionista, a favor de la cual realizará la transferencia de los activos. De esta forma, la llamada entidad originadora reemplaza sus activos de lenta rotación por acciones de la sociedad de propósitos especiales.

Por su parte, el balance de la sociedad de propósitos especiales no tendrá más activos que los que le fueron transferidos por la entidad originadora, y como pasivos, las cuentas por pagar a favor de los terceros inversionistas que adquieran los títulos emitidos como parte del proceso de titulización.

Sobre esta modalidad, Frankel señala que “los títulos están garantizados por un conjunto de activos, y aparecen en los estados contables de la emisora como deuda. El flujo de fondos de los activos que garantizan las *securities* es reconfigurado y se afecta al pago de los títulos valores de una manera similar a las *pass through securities*. En teoría, esta modalidad es más proclive al riesgo de *default* que la alternativa *pass through*, ya que puede calcularse erróneamente el flujo de fondos proveniente de los activos securitizados”<sup>18</sup>.

<sup>15</sup> Se entiende por dominio fiduciario al derecho real imperfecto que le permite a su titular ejercer todos aquellos atributos de la propiedad que le hubieran sido expresamente otorgados para el cumplimiento de una finalidad específica. El dominio fiduciario podría ser también entendido como un derecho real sobre cosa ajena, toda vez que el dominio fiduciario no le concede a su titular la propiedad del mismo. Asimismo, cabe señalar que el derecho de dominio fiduciario y el de propiedad no coexisten porque durante la vigencia de uno de ellos el otro queda suspendido.

No obstante lo expuesto, existen otras posiciones como las de Navarro Martorell que señalan que el fideicomiso y, en consecuencia el dominio fiduciario, no representan una propiedad limitada ni dividida, sino que, por el contrario, el dominio fiduciario es el derecho real que le atribuye a su titular la plena e irrevocable propiedad sobre los bienes que le han sido otorgados en fideicomiso no sólo frente a terceros, sino también frente al propio constituyente.

<sup>16</sup> Como consecuencia de la transferencia fiduciaria, se origina un patrimonio autónomo, sin personería jurídica, distinto al patrimonio de las partes intervinientes, que permite la inembargabilidad o la sustracción de los bienes que lo conforman, salvo para el cumplimiento para el cual fueron transferidos.

<sup>17</sup> PAOLANTONIO, Martín Esteban. Op. cit. p. 326.

<sup>18</sup> FRANKEL, Tamar. “Securitization, Structured Financing, Financial Asset Pools, and Asset-Backed Securities”. Boston: Editorial Little, Brown & Company. 1991. p. 51.



Por su parte, Paolantonio sostiene, al referirse a esta modalidad de titulización, que “la posibilidad de alterar el *cash flow* de los créditos securitizados permite una mayor flexibilidad de la estructura para satisfacer las demandas de los inversores. Esta variante es generalmente utilizada en las securitizaciones de créditos prendarios, deudas de tarjetas de crédito y otras modalidades de créditos del tipo *revolving*, así como en las *collateralized mortgage obligations*”<sup>19</sup>.

## V. ¿QUÉ PUEDO TITULIZAR?

Para continuar con nuestro análisis sobre la titulización de activos, conviene centrar nuestra atención en los activos que pudieran ser materia u objeto de una operación de este tipo.

Resulta conveniente distinguir que las operaciones de titulización de activos pueden realizarse sobre la base de activos existentes o de activos futuros. A decir del argentino Paolantonio, “tradicionalmente, el concepto de securitización se asocia con activos existentes, y particularmente con una cartera conformada por créditos hipotecarios o prendarios (...)”<sup>20</sup>.

En realidad, la titulización puede llevarse a cabo sobre cualquier activo (entiéndase bien mueble o inmueble) susceptible de generar un ingreso predecible. Lo que sucede por lo general es que al estar asociada la operación de titulización de activos a una forma de financiamiento fuera de balance y una sustitución de activos ilíquidos o de lenta rotación, se presume que la operación será realizada únicamente sobre activos existentes (como es el caso de cuentas por cobrar o inmuebles). Sin embargo, la titulización de activos puede sustentarse en flujos futuros ciertos o inciertos que pueden originarse de activos existentes o no. Comúnmente, las operaciones de titulización de flujos futuros se sustentan en relaciones contractuales (o de cualquier relación obligatoria que la sustente), a partir de las cuales se devengará en el futuro un flujo cierto de ingresos (como sería el caso de una operación sobre consumos de tarjetas de crédito o derivados

del pago de servicios por consumo de energía eléctrica, agua potable o teléfono).

Como ya se ha mencionado, para algunos sectores, las operaciones de titulización sobre flujos futuros de ingresos<sup>21</sup> no constituyen una titulización en sí misma. Uno de los argumentos que sustenta esta posición está dado en el riesgo del tomar de los valores a emitirse. En el caso de una titulización de activos existentes, el titular del valor emitido tiene como respaldo un patrimonio autónomo integrado por activos existentes y cuyo único riesgo viene dado por la liquidez del mismo<sup>22</sup>, y que, a su vez, asegura la atomización y diversificación del riesgo<sup>23</sup>. En el caso de una titulización de flujos futuros, las ventajas antes indicadas podrían no presentarse, dado que la existencia del flujo depende muy probablemente de la propia actividad comercial del originador o fideicomitente (por ejemplo, en el caso de una titulización de flujos originados de la futura venta del petróleo a ser extraído por una empresa es claro que todavía se mantiene el riesgo del fideicomitente, puesto que si esta empresa quiebra, ya no podrá seguir con sus actividades y, en consecuencia, los flujos dejarían de generarse).

Sin perjuicio de lo antes indicado, es frecuente el uso de operaciones de titulización flujos a nivel internacional. Un ejemplo de este tipo de operaciones se puede apreciar en la operación realizada por la Compañía de Teléfonos de México, en marzo de 1990, por alrededor de US\$ 360'000,000.00 sobre la base de derechos de venta de llamadas de larga distancia.

En los países latinoamericanos, la titulización de flujos permite reducir el riesgo soberano o riesgo país. Así, Paolantonio señala que “el denominado riesgo soberano *sovereign ceiling*, refleja el riesgo de que el estado centralice o limite el acceso a las divisas necesarias en el caso de una crisis de balanza de pagos (*convertibility risk*) o impida la transferencia de divisas al exterior. La calificación de riesgo del país considera además otras circunstancias, tales como la incertidumbre política o económica, la coherencia de la política

<sup>19</sup> PAOLANTONIO, Martín Esteban. Op. cit. p. 327.

<sup>20</sup> Ibid. p. 342.

<sup>21</sup> Para otros en cambio, la titulización de flujos futuros a su vez ha dado lugar a una subdivisión dentro de los criterios de clasificación de las operaciones de titulización de activos. Tanto es así que la categoría de titulización de flujos puede ser de dos tipos: (i) titulización de flujos financieros futuros, y (ii) titulización sobre flujos de exportación.

<sup>22</sup> En una titulización típica de cuentas por cobrar, los titulares de los valores emitidos han sustituido, por llamarlo de alguna forma, el riesgo de pago del originador o fideicomitente por el riesgo de pago de cada uno de los deudores cedidos.

<sup>23</sup> Los criterios de atomización y diversificación de riesgo son criterios económicos-financieros bajo los cuales una expectativa a cobrar tiene mayores probabilidades ante más de un deudor puesto que elimina el riesgo de concentración.



económica, su aceptación y la situación de la balanza de pagos. Para obtener una calificación internacional superior al riesgo soberano, la transacción debe estructurarse de modo tal que los pagos en divisas a efectuar en virtud de los *futures flows o receivables*:

- a) No ingresen al país cuyo *rating* soberano se pretende superar, y
- b) Sean realizados directamente por el deudor a un tercero situado *off shore*<sup>24</sup>.

En la actualidad, los principales activos objeto de titularización son, entre otros, las carteras de crédito o de cuentas por cobrar, flujos predecibles de caja de las empresas, proyectos de desarrollo inmobiliario, bienes de exportación, créditos hipotecarios, flujos de tarjetas de crédito, flujos de exportaciones, entre otros.

Como se puede observar de su definición general, la titularización de activos constituye una alternativa importante para el manejo financiero de los agentes económicos, e incorpora en el mercado un nuevo instrumento de inversión atractivo tanto para inversionistas institucionales cuanto para inversionistas en general.

Resulta importante anotar que, desde un punto de vista financiero, la titularización de activos se debe realizar sobre la base de activos que cumplen con los siguientes requisitos básicos:

- a) Deberán ser capaces de generar un flujo de fondos, matemática y estadísticamente predecible, que permita tener un esquema o programa de pagos de los valores emitidos.

En este sentido, se requiere de cierta regularidad de los flujos derivados de los activos materia de titularización. Por tal motivo, normalmente escapan a un proceso de titularización las cuentas por cobrar que tienen un carácter eventual y que no forman parte de las operaciones involucradas en el giro propio de la empresa.

Es importante señalar que, para la calificación del instrumento o valor mobiliario que se emita, se evaluará el porcentaje de morosidad y recuperabilidad derivado del activo titularizado, por ejemplo el atraso o morosidad

en el pago de préstamos hipotecarios o en el pago de servicios si estamos frente a una titularización de flujos futuros. Algunos analistas financieros consideran que es de suma importancia para que el riesgo del título se minimice, que exista una diversificación de deudores cedidos y que exista, además, una diversificación demográfica, económica y geográfica de los mismos.

Un ejemplo claro de lo antes expuesto se aprecia en la estructuración de operaciones de titularización que llevan a cabo los bancos respecto a su cartera de créditos hipotecarios. En estos casos, se busca, por lo general, diversificar la edad de sus clientes, el monto de *down payment* o cuota inicial (se considera que a mayor cuota inicial o saldo pendiente capital existe menor propensión a incumplimiento en el pago), la ubicación de las viviendas, entre otros aspectos.

- b) Que los créditos derivados de los activos cuenten con la mayor documentación posible de forma tal que el tercero que los adquiere pueda cobrarlos sin ninguna limitación.

Asimismo, dicha información le permitirá a la entidad emisora calcular en forma exacta el interés fijo que va a redituar el título emitido sobre el respaldo de los activos titularizados.

- c) Asimismo, será importante que los derechos o créditos que formen parte de los activos transferidos sean homogéneos, con un índice de siniestralidad apropiado, y con retornos superiores a los activos titularizados. Por lo general, no se ven estructuras de titularización con activos subyacentes disímiles por la dificultad que ello genera en el calce y, consecuentemente, en el manejo de la vida promedio y el rendimiento de los instrumentos que se emitan con respaldo del patrimonio de propósito exclusivo.
- d) Calce o concordancia temporal. Es importante *empaquetar* o conformar un patrimonio a ser titularizado con activos que generen recursos suficientes para atender el pago del principal e intereses, en caso se hubiese emitido un título de deuda, o el rendimiento o utilidad en un tiempo esperado.

<sup>24</sup> PAOLANTONIO, Martín Esteban. Op. cit. p. 345.

En conclusión, somos de la opinión que las operaciones de titulización de activos se pueden realizar sobre la base de cualquier activo existente o susceptible de existir en un tiempo determinado, y siempre que cuando menos cumplan con las características antes señaladas. Para continuar con nuestro análisis sobre la titulización de activos, conviene centrar nuestra atención en este punto, en los activos que pudieran ser materia u objeto de una operación de este tipo.

## VI. ¿QUÉ CLASE DE TÍTULOS SE PUEDEN EMITIR?

Considerando las múltiples definiciones de titulización de activos propuesta, no cabe duda de que uno de los elementos importantes a estudiar es el de la emisión de los títulos que se emiten como parte dicha operación.

Por lo general, como consecuencia de una operación de titulización de activos se emiten valores mobiliarios que pueden ser de contenido crediticio (entiéndase también en términos financieros como instrumentos de renta fija), de contenido patrimonial (entiéndase de renta variable o de riesgo) o de contenido mixto (entiéndase una especie de *debentures*).

A nuestro entender, es importante partir por la definición de valor mobiliario, y como tal, por revisar la definición de título valor.

El español José Antonio Cachón Blanco, citando a Garrigues, define al título valor como “un documento al que se incorpora un derecho, de forma tal que documento y derecho se identifican y se hacen conjuntamente necesarios para su ejercicio y su transmisión”<sup>25</sup>.

Por su parte, Alberto Berkovitz vincula al título valor con el concepto alemán “*wert-papier*” que literalmente traducido significa “papel valor”, es decir, identificándolo con “**documento papel**”<sup>26</sup>.

Queda claro entonces que la naturaleza del título valor alcanza dos aspectos: (i) su connotación como instrumento que representa una serie de derechos, y (ii) su naturaleza cartular o de incorporación en un documento del derecho a exigir los beneficios en el contenido.

Sin embargo, la actividad económica y el crecimiento de los mercados de valores obligaron a la creación de un nuevo título que trascienda la cartularidad, de forma tal que pueda generar un mecanismo de transferencias más ágil tanto por volumen de operaciones cuanto por globalización de mercados.

En este contexto, el español José Antonio Cachón Blanco señala que “la posibilidad de representación de determinados valores a través de anotaciones en cuenta inutiliza el concepto de título valor y como ha sido literalmente descrito, de forma que ahora títulos valores y anotaciones en cuenta son dos categorías diferenciadas, pero surge la necesidad de definir una categoría más general que ambas y que en englobe debidamente, tal como la denominación ya citada y más comprensiva de derecho valor o valor a secas o valor negociable, que incluye tanto al título valor físico cuanto al valor en anotación en cuenta”<sup>27</sup>.

Con la modalidad de representación de valores mediante el sistema de anotaciones en cuenta, se creó el concepto de valor mobiliario, al que, según nuestro criterio, podríamos definir como el título, físico o no, que le otorga a su titular un conjunto de derechos debidamente determinados en el contrato o acto jurídico que le dio origen.

A su turno, nuestra Ley del Mercado de Valores, en su artículo 3, define a los valores mobiliarios como “aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación de capital, el patrimonio o las utilidades del emisor”.

Una vez definido el concepto de valor mobiliario, pasaremos a revisar los alcances de cada una de las modalidades de dichos valores que se pueden emitir dentro de los alcances de una titulización de activos:

### a) De contenido crediticio

Los valores mobiliarios con contenido crediticio que son apropiados para la titulización de activos; son carteras de crédito, pagos de suministros, alquileres, entre otros. Son valores cuyo subyacente es un activo que genera un

<sup>25</sup> CACHÓN BLANCO, José Antonio. “Derecho del Mercado de Valores”. Tomo I. Madrid: Editorial Dykinson. 1992. p. 123.

<sup>26</sup> BERCOVITZ, Alberto. “El Derecho de Mercado de Capitales”. En: Revista de Derecho Bancario y Bursátil 28. 1998. pp. 81-96.

<sup>27</sup> CACHÓN BLANCO. José Antonio. Op. cit. p. 129.

rendimiento periódico de forma tal que pueda generar un *spread* o diferencia de tasas.

Esta clase de valores está asociada al concepto de obligaciones o bonos. En este sentido, cabe señalar que las obligaciones tienen una doble condición de activo financiero y valor mobiliario, y representan instrumentos fungibles, de negociación fluida y seguros a efectos de su liquidación en mercados secundarios –lo que los hace atractivos a los inversionistas–, lo que ha ocasionado que representen en la actualidad un instrumento financiero de alta demanda –en especial bajo el esquema de emisión a mediano y largo plazo– en toda clase de mercados financieros “en especial en los mercados maduros o en vía de maduración o aquellos en los que los denominados inversionistas institucionales han alcanzado cierto nivel de desarrollo”<sup>28</sup>.

Las operaciones de titulización de activos en las que se emiten títulos de deuda están asociadas a una rentabilidad fija en función al activo subyacente, ajenos a operaciones de capital de riesgo, en la que contra una utilidad probable, le otorga al inversionista un premio (*equity kiker*).

#### b) De contenido patrimonial

A diferencia de las operaciones de titulización sobre carteras de crédito, existen otras implementadas sobre la base de proyectos o inversiones en los que no es fácil determinar un ingreso periódico fijo tal como una tasa de interés. Por el contrario, en esta clase de títulos, lo que se busca es que el inversionista adquiera una alícuota que le permita obtener un porcentaje equivalente sobre las ganancias del negocio. Esta clase de títulos guarda semejanza con las denominadas cuotas de fondos de inversión.

Las cuotas de participación en un fondo de inversión representan, a decir del jurista argentino Martín Paolantonio, “títulos representativos de una cuotaparte en un condominio; y, desde un punto de vista, al constituir la certificación de un derecho complejo consistente en la calidad de miembro de un condominio, entrarían,

juntamente con las acciones de las sociedades anónimas, en la categoría de títulos de participación”<sup>29</sup>.

En ambos casos, existe una connotación de tipo patrimonial. Así, el término patrimonio es definido, desde un punto de vista económico, como “la riqueza perteneciente a una unidad económica o el conjunto de bienes económicos, materiales e inmateriales pertenecientes a una unidad económica o hacienda (...)”<sup>30</sup>.

En países como Colombia, es utilizado el mecanismo de titulización de activos para el desarrollo de proyectos inmobiliarios en los que el inversionista, con su aporte inicial, financia un proyecto sobre la base de un terreno previamente titulado por un constructor.

#### c) De contenido mixto

En este caso, el valor mobiliario emitido le otorga a su titular un rendimiento mínimo y otro en función a la rentabilidad del patrimonio titulado. La modalidad en este caso es similar a la de los denominados *debentures*.

### VII. ¿CON QUE GARANTÍAS CUENTA UNA OPERACIÓN DE TITULIZACIÓN?

Una vez revisados los conceptos y las modalidades para llevar cabo un proceso de titulización de activos, conviene revisar las garantías, distintas al propio patrimonio de propósito exclusivo, que este mecanismo de financiamiento ofrece a aquellos inversionistas que adquieran valores mobiliarios, ya sea mediante oferta pública o privada, emitidos en una titulización de activos. Las coberturas de una operación de titulización tienen incidencia directa en la clasificación de riesgo de los valores emitidos<sup>31</sup>.

Para estos efectos, conviene revisar los criterios de riesgo que se evalúan en las operaciones de titulización de activos, pues a partir de ellos se determinará la necesidad de contar con mecanismos de garantía adecuados que le permitan al emisor un éxito en la colocación y

<sup>28</sup> NOVOA GALÁN, Raúl. “Derecho del Mercado de Capitales”. Santiago de Chile: Editorial Jurídica de Chile. 1995. p. 122.

<sup>29</sup> PAOLANTONIO, Martín Esteban. “Fondos Comunes de Inversión”. Buenos Aires: Editorial Depalma. 1994. p. 135.

<sup>30</sup> LARRIBA DIAZ-ZORITA, Alejandro. “Acciones y Derechos de Suscripción”. Madrid: Ministerio de Hacienda de España. p. 76.

<sup>31</sup> A nivel internacional, se ha establecido la necesidad de que empresas especializadas evalúen los riesgos que puede ocasionar a una persona natural o jurídica, sea inversionistas institucional o no, la adquisición de valores mobiliarios. De esta forma, dichas empresas asignan con una letra (y subclasificaciones dentro de ésta) los riesgos evaluados en función a la fuente de repago (viabilidad de los flujos que sustentan el pago considerando riesgo empresa y riesgo país) y a las garantías en caso de incumplimiento. Dicha calificación se hace pública y de conocimiento del inversor, lo que le permite tomar una mejor decisión.

clasificación de riesgo que incidirá directamente en la tasa de interés o precio de adquisición del valor emitido.

Por lo general, para determinar la clasificación de riesgo se observará (i) la mora en la cobranza de los créditos transferidos o de la fuente de originación de los flujos, por ejemplo en el caso de retraso en el pago de los consumos telefónicos; (ii) las demoras en la ejecución de las garantías; (iii) tipo de cambio, a efectos de medir la diferencia entre la moneda en que se paga la deuda cedida y la moneda en que se pagan los valores mobiliarios emitidos; y (iv) la posible insolvencia del mejorador y/o del servidor.

De esta forma, se puede advertir, como lo señalan Malumián, Diplotti y Gutierrez, que "el análisis se centra en los activos y no en el originador pues la quiebra del mismo (salvo que también sea *servicer* o agente de cobro) no afecta al fideicomiso, esta situación conlleva la calificación del fideicomiso como *backruptcy*"<sup>32</sup>.

Si por el contrario estamos frente a una titulización de flujos, tal como ya lo indicáramos en páginas anteriores, no se puede desvincular el riesgo de los valores mobiliarios emitidos dentro del proceso de titulización de activos del riesgo del originador, pues a partir de la gestión de éste se dan los flujos.

Sin embargo, tal como lo señala la Superintendencia de Valores de la República de Colombia, "(e)n las titularizaciones de activos generadores de flujos de fondos, se debe incorporar mecanismos de seguridad o apoyo crediticio que cubran por lo menos una vez y media el índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo de caja"<sup>33</sup>.

En este sentido, se debe entender por índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo, la evaluación del impacto que tiene el comportamiento de determinadas variables sobre los resultados del proceso de titulización. Así, se deben considerar en la estructuración de una titulización de activos, las proyecciones de los resultados económicos del proceso bajo ciertos escenarios en los cuales se presentaría el mayor riesgo de pérdida.

A decir del argentino Lisoprawski, "el realce (*enhancement*), potenciación o mejora del crédito es el medio utilizado en la securitización para añadir garantías adicionales a los activos titulizados, con el objeto de reducir el riesgo general de la emisión de los títulos. Su propósito primordial es mejorar la calificación de riesgo de la emisión, y con ello, el precio y las posibilidades de colocación. Puede provenir de un tercero o del mismo originador o emisor".

Para efectos de entender mejor los mecanismos básicos de cobertura, debemos empezar por hacer una primera gran división entre (i) garantías internas y (ii) garantías externas.

#### a) Garantías internas

Los mecanismos de cobertura o garantías internas son aquellos que se pueden crear o establecer a partir de los propios activos, o flujos generados por estos, que integran el patrimonio de propósitos exclusivos y que se reflejan en el diseño o estructura final de la operación a implementarse.

Conviene precisar que, desde una perspectiva de inversionista, una de las mayores seguridades que ofrece un título emitido como consecuencia de una titulización está dada por el aislamiento de los flujos generados por los activos titulizados; y, en consecuencia, los mecanismos de mejora interna estarán directamente vinculados con el tratamiento del flujo.

Si bien la titulización de activos puede adoptar diversas formas dejando absoluta capacidad de creatividad a quienes diseñan o estructuran una operación de este tipo, existen algunos mecanismos básicos a partir de los cuales se pueden diseñar otros según las características particulares del originador.

Dentro de las principales formas de mejora interna tenemos:

##### (i) Sobrecolateralización

El "*overcollateralization*" o "sobrecolateralización", es el mecanismo por el cual se establece un margen entre el valor de los activos objeto de titulización y el valor de los títulos emitidos en razón de la

<sup>32</sup> MALUMIÁN, Nicolás; DIPLOTTI, Adrián y Pablo GUTIÉRREZ. "Los Títulos Fiduciarios". Buenos Aires: Editorial Depalma. p. 165.

<sup>33</sup> Superintendencia de Valores de la República de Colombia. "La Titularización en Colombia: una ventana hacia la modernidad financiera". 1997. p. 29.

misma. Este margen deberá ser proporcional al índice de siniestralidad o del riesgo derivado de la acreencia originada en los activos titulizados.

En este caso, el originador transfiere activos a su valor nominal, facial o de principal, que luego se incorporaran en un patrimonio de propósito exclusivo. El gestor del patrimonio deberá emitir valores por un valor nominal inferior al de los activos transferidos. En este sentido, si el valor facial de los activos transferidos es de 100 y la emisión de valores se realiza por un valor nominal de 80, estaremos frente a una estructura de sobrecolateral de 20. El sobrecolateral permite cubrir cualquier desfase entre los flujos generados por los activos titulizados y el monto de las obligaciones a cargo del patrimonio fideicometido. Al vencimiento, el monto del sobrecolateral no utilizado constituirá el remanente.

(ii) Exceso de flujo de caja o *spread*

Es el mecanismo por el cual se establece un margen diferencial o excedente entre el rendimiento generado por los activos titulizados y la tasa de interés que se le ofrezca al inversionista.

(iii) Emisión subordinada

Mediante este mecanismo se realiza una emisión de títulos que contemple una porción bajo la condición de emisión o serie subordinada, a la cual se imputan hasta agotarla los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción no subordinada se destinarán, en primer término, los flujos requeridos para la atención de capital e intereses incorporados en tales títulos. El monto de la emisión o serie subordinada debe ser el suficiente para cubrir mínimo una vez y medio el índice de siniestralidad.

Mediante la emisión de valores subordinados al pago de los valores principales se logra trasladar de alguna forma los riesgos de incobrabilidad de las cuentas por cobrar.

En la mayoría de los casos, será el propio originador quien tome directamente la emisión subordinada, considerando también que será aquél quien resulte beneficiado del excedente o remanente, y que será también quien se encargue de la cobranza directa de los flujos generados por los activos.

(iv) Recursos de la propia colocación

En algunos casos en los que el originador no requiere el total de los fondos obtenidos luego de la colocación de los valores emitidos contra el patrimonio de propósito exclusivo, se mantiene parte del monto en efectivo recabado de la colocación en el propio patrimonio, el mismo que se va liberando en la medida en que se paga al inversionista y de acuerdo a las propias necesidades del originador. El monto del dinero inmovilizado genera un costo para el originador (diferencia entre tasas de interés pasiva y activa) que deberá ser internalizado como costo final para el originador.

**b) Garantías externas**

Se entiende por una garantía externa aquella que constituye un tercero o el propio originador o fiduciario respecto de uno o más activos que no forman parte del patrimonio titulizado y que garantizan a los tenedores de los valores emitidos por el patrimonio de propósito exclusivo.

Es usual que en una operación de titulación en la que los activos transferidos al patrimonio de propósito exclusivo no generen un nivel adecuado de certidumbre de pago o un nivel de colateralización apropiado para obtener una clasificación de riesgo suficiente para ser atractiva a inversionistas institucionales, se decida constituir una garantía extra e independiente al riesgo de cobrabilidad del activo titulizado.

De esta forma, podemos citar algunas posibles modalidades de constitución de garantías por parte de un tercero:

(i) Carta de crédito (*letter of credit*)

Un tercero o el propio originador (también el propio fiduciario como es el caso peruano) puede otorgar una carta de crédito emitida por un banco de primer nivel para garantizar el pago en caso de retraso o morosidad en los flujos de pago generados por el activo titulizado.

(ii) Póliza de seguro

Este mecanismo está directamente vinculado a lo que en otros países se denominada *financial guarantees*, y se constituyen a decir de Carlos Gilberto Villegas en "una garantía accesoria otorgada por una compañía aseguradora, a

solicitud de un determinado deudor, y dado a favor de un acreedor de éste, a fin de asegurarle el cumplimiento de una obligación futura<sup>34</sup>.

Dentro de las alternativas de mejoramiento está la constitución de cartas de crédito, seguro o garantía similar, concedida por una entidad bancaria o compañía de seguros de alta clasificación de riesgo a favor de los titulares de los valores emitidos por una empresa en garantía del cumplimiento de las obligaciones de pago de ésta. Así, el inversionista traslada los distintos riesgos antes revisados a la empresa bancaria o de seguro.

Por su parte, las empresas bancarias o de seguros toman a su favor las garantías de la emisión, razón por la cual realizan una revisión exhaustiva de las condiciones de mercado y los riesgos correspondientes.

El seguro de caución puede implementarse en una póliza individual (es decir, se cubre sólo una obligación de pago determinada) o global (es decir, se cubren todas las obligaciones que una persona tenga o pueda adquirir en el futuro frente a un tercero).

Tanto la fianza cuanto la póliza de caución cumplen la función de mejorar la clasificación de riesgo de los valores emitidos, otorgándoles la misma categoría que la de la empresa bancaria o de seguros según corresponda.

Por lo general, las garantías financieras o *financial guarantees* se utilizan en la emisión de *asset back bonds* (bonos con garantía aislada de determinados activos), titulización en general (como, por ejemplo, de recibos de pago en el exterior, remesas, ventas futuras, entre otros). También son utilizadas en emisiones de papeles comerciales y en operaciones de crédito sindicado y de *project financing*.

Doctrinariamente, existe una discusión sobre si las pólizas de caución son en efecto una modalidad de fianza, tomándose como una garantía de primera demanda donde se asume el compromiso de pagar una suma de dinero. Resulta claro, en nuestra opinión, que estamos frente a un mismo efecto económico, pero que, sin duda, tiene una clara diferenciación jurídica por las

particularidades de cada una de ellas (en el caso de la póliza existe una prima y el contrato se perfecciona por acuerdo entre el deudor y la empresa aseguradora, a diferencia del caso de la fianza).

No existe, en la legislación peruana, un juego de reglas específicas sobre las denominadas *financial guarantees*. Algunos sostienen que ello no es necesario, pues cuanto menos reguladas estén, es mejor. Sin embargo, si se tratase de replicar en el Perú el otorgamiento de este tipo de garantías para valores representativos de deudas emitidos en el Perú, cabe tener presente que la legislación vigente sí contempla, en forma general, la existencia de estas garantías

En nuestra legislación, bajo los alcances del artículo 90 de la Ley del Mercado de Valores es posible que una emisión de bonos (se entiende incluidos a los de titulización) puede ser garantizada por una póliza de caución o un seguro, para ser más exactos.

De acuerdo a lo establecido por el artículo 318 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, las empresas de seguros se encuentran autorizadas a emitir pólizas de caución vinculadas a obligaciones de hacer o no hacer.

Asimismo, y previa ampliación de su autorización de funcionamiento, las empresas de seguros pueden emitir fianzas. Son válidas en nuestro país las pólizas emitidas por empresas del exterior.

(iii) Hipotecas o prendas sobre activos diferentes a los activos titulizados.

(iv) *Self insurance*.

Se define de esta forma, a aquella por la que el propio originador o un tercero destina un línea de crédito para cubrir todo o parte de las obligaciones de pago asumidas por el patrimonio de propósito exclusivo en respaldo de los valores mobiliarios emitidos.

(v) Garantías personales

Una fianza o un aval, entre otras.

## VII. VENTAJAS QUE SE OBTIENEN DE LA TITULIZACIÓN

Como se puede apreciar de lo expuesto hasta este momento, la titulización de activos se ha convertido en un mecanismo financiero utilizado con éxito en una serie de países tanto de Europa cuanto de América; hecho que obedece a los beneficios que, en términos generales, ofrece este mecanismo financiero. Entre las principales ventajas que ofrece la titulización de activos, tenemos las siguientes:

- a) Permite a las empresas que cuentan con activos ilíquidos mejorar sus índices financieros y la cotización de sus títulos representativos del capital social.

Uno de los índices de medición que tienen las empresas a efectos de calificar su riesgo crediticio es su capacidad de pago en tiempo inmediato o a corto plazo y ello está directamente asociado con su liquidez. En algunos casos, empresas sólidas económicamente o con demasiados activos fijos inmovilizados no tienen respuesta inmediata para sus pagos a corto plazo.

La práctica ha demostrado que, en la mayoría de los casos, las empresas se han visto obligadas a reestructurar sus pasivos o ingresar en un estado de insolvencia debido al desfase que se produce entre el costo financiero y el costo de los activos inmovilizados. Este último comentario ha motivado que, en muchos casos, las empresas modernas opten por titular los inmuebles en los que desarrollan sus actividades pagándole un alquiler al patrimonio de propósito exclusivo quien a su vez lo destinará al pago de los valores mobiliarios emitidos.

Tampoco podemos dejar de lado 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.

En el caso que una empresa liste acciones en bolsa, esta mejoría se traduciría en un mejor valor de cotización.

- b) El menor costo que representa para las empresas obtener recursos financieros.

El costo de financiamiento está directamente relacionado con el riesgo del instrumento. La

titulización permite eliminar el riesgo empresa y sector aislándolo al riesgo de generación de flujos de un activo determinado. En el caso de una titulización de cuentas por cobrar, el riesgo ha pasado de la empresa a los deudores cedidos y la atomización y diversificación que ello permite conlleva a una mejor tasa de interés. En los casos de la titulización de flujos, la reducción del riesgo es menor. De esta forma, la tasa de interés que se puede obtener en una operación de titulización de activos es mejor que en el caso de una emisión de bonos corporativos.

- c) Eliminación o reducción del denominado riesgo país.

Si bien para una empresa la emisión de valores en el mercado local puede ser una interesante alternativa de financiamiento, el acceso al mercado internacional permite ventajas como una mejor tasa de interés, acceso a un mercado con más capacidad para absorber emisiones de mayores montos, mayor liquidez para el mercado secundario, entre otros aspectos.

Para la emisión internacional de valores, las empresas deben considerar el denominado riesgo político o riesgo país.

En países como el nuestro, el denominado riesgo país está directamente vinculado a la intervención del Estado en el régimen de concesiones, prohibiciones de exportación, cambios regulatorios en impuestos, divisas, entre otros. Así, tenemos casos como el *sovereign risk* en el que el Estado, por una crisis de balanza de pagos centraliza o limita el acceso a las divisas provenientes de las exportaciones de minerales, o impide la transferencia de las mismas. También cuentan dentro del riesgo país, las fluctuaciones macroeconómicas (niveles de precio, tasa de interés y empleo, entre otros).

En estos casos, una alternativa que pueden utilizar las empresas para acceder a mercados internacionales es la titulización de exportaciones. Mediante este mecanismo, las empresas mineras pueden ceder a un patrimonio fideicometido (*trust*) o a una empresa de propósitos especiales el derecho a percibir los ingresos derivados de sus exportaciones, y con el respaldo de los referidos vehículos realizar una emisión de bonos en la que se logra mitigar parte del riesgo país.



- d) La posibilidad de obtener un índice previsible de interés por los créditos colocados a terceros, equiparándose con los que cobran las entidades del sistema financiero nacional en las operaciones de crédito.
- e) Permite equiparar las tasas de interés, en especial en lo relativo al financiamiento bancario, toda vez que los bancos colocan capital a una tasa fija y obtienen financiamiento a una tasa de interés flotante.

Esta es una ventaja que tiene mayor relevancia en las empresas del sistema financiero que, por lo general, se financian a corto plazo sobre la base de tasas de interés variable tales como Libor o Prime Rate; y en caso de créditos hipotecarios colocan a plazos largos, lo que puede llevarlos a un riesgo de descalce. Por ejemplo, una empresa bancaria toma fondos a Libor más dos puntos porcentuales y sobre la base de ello, coloca créditos hipotecarios a 9,5% en dólares americanos. Considerando que actualmente la Libor no llega al 3%, la entidad bancaria obtiene un *spread* de 4% que podría verse afectado si la tasa de interés variable como es la Libor sube en el mercado internacional. La titulización permite trasladar el riesgo de tasa a los inversionistas calzándola con una tasa de interés fija. Así, en el mismo ejemplo, titulizó la cartera de crédito hipotecario de tasa 9,5% a una emisión de 8% a plazos similares.

- f) Se obtiene un mayor nivel de liquidez, que derivará en una mayor capacidad de inversión y crecimiento de las empresas.
- g) Un mejor retorno para los inversionistas con relación al riesgo de su inversión.
- h) Posibilita el *spread* o ganancia por diferencial entre las tasas de crédito. Como veremos, en el caso Ferreyros, mediante la emisión subordinada de bonos se le permitió a esta empresa recuperar su *spread* sin esperar al vencimiento de la titulización.

Dentro de este esquema de beneficios, los bancos y financieras adquieren un instrumento que les permite lograr mejores niveles de liquidez, de forma tal que pueden ampliar el desarrollo de sus operaciones básicas, así como modificar la ecuación del patrimonio técnico a activos ponderados por su nivel de riesgo.

Asimismo, los bancos y financieras adquieren una participación activa en el desarrollo del

producto financiero, puesto que están en la posibilidad de actuar como entidades emisoras sobre la base del fideicomiso bancario regulado en nuestra legislación.

La posibilidad de titularizar flujos predecibles de caja, respaldados en relaciones contractuales de largo plazo, le otorga una alternativa de financiamiento y de liquidez a las distintas empresas de servicios, como las empresas de telecomunicaciones, las de transporte aéreo, entre otras; así como a las empresas orientadas al suministro de bienes sobre la base del derecho de pago que se origina en los contratos que respaldan la operación.

## VIII. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS BAJO LA LEGISLACIÓN PERUANA

Una vez revisadas a grandes rasgos las características esenciales de la titulización, resulta conveniente evaluar cómo ha sido regulada esta operación en nuestro país e identificar algunas situaciones que pudieran ser ambiguas o que merecen alguna modificación sobre la base de la aplicación práctica de la titulización de activos.

### a) ¿Cómo se define a la titulización en nuestra legislación?

El artículo 291 de la Ley del Mercado de Valores (en adelante, la Ley), define a la titulización de activos como “el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo es respaldar el pago de los derechos conferidos a titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio”. Luego, en su artículo 292, establece algunas definiciones dando a cada una de las partes intervinientes en la operación denominaciones similares a las que internacionalmente son utilizadas, tales como originador, servidor y patrimonio de propósito exclusivo.

De lo expuesto en los primeros artículos de la Ley, nuestra principal preocupación radica en la definición de activo, que a decir de la misma, representa “los recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos”. Resulta claro que la titulización de activos tiene por objeto transformar activos ilíquidos o de lenta rotación en recursos líquidos (en términos financieros) que mejoren su capacidad financiera. Si bien es cierto que en otros países hasta el dinero es materia de titulización, ello no implica que exista una deficiencia, a nuestro entender, en la definición de activo. Consideramos que cuando la Ley se refiere a líquido, lo hace con la finalidad de establecer que debe tratarse de un

bien con capacidad de generar un flujo predecible de fondos respecto del cual se pueda implementar luego una emisión de valores respaldada sobre el patrimonio de propósito exclusivo, o quizás, simplemente, para señalar que debe tratarse de un bien susceptible de ser transformado en dinero. Si (como la norma señala más adelante, y así lo precisa su Reglamento) son susceptibles de titulización los proyectos tales como estos, entonces dichos proyectos pueden ser definidos como líquidos, así como una cartera de créditos puede ser definida como tal. Por esta razón, se debería modificar dicha definición por una que haga referencia a bienes muebles o inmuebles presentes o futuros, e incluso eliminar la de activo crediticio, pues en ese caso debería definirse cada categoría de activo y no únicamente el antes referido.

#### **b) ¿Qué modalidades de titulización se pueden llevar a cabo bajo nuestra legislación?**

En lo que se refiere a las modalidades de titulización, nuestra legislación ha optado por un concepto más amplio que el de otros países, pues permite la implementación a través de distintos mecanismos; así, la Ley señala en su artículo 294 que “la titulización de activos puede ser desarrollada a partir de los siguientes patrimonios de propósito exclusivo: (a) patrimonios fideicometidos, mediante fideicomisos de titulización, (b) patrimonios de sociedades de propósito especial y (c) otros que resulten idóneos según establezca CONASEV mediante disposiciones de carácter general”.

Dicho artículo es complementado por el artículo 4 del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos (en adelante, el Reglamento), que señala que “en tanto no se dicten las normas pertinentes, únicamente pueden estructurarse procesos de titulización a partir de patrimonios de propósitos exclusivo señalados en los incisos a) y b) del artículo 294 de la Ley”.

De la lectura de la norma, queda claro que nuestra legislación permite el desarrollo de la titulización de activos mediante el uso del fideicomiso (fideicomiso de titulización como la misma Ley la denomina) y la creación de un patrimonio autónomo denominado patrimonio fideicometido,

tal como lo hacen los colombianos, y que no es otra cosa que la denominada modalidad de *pass through* (de uso también en los Estados Unidos de Norteamérica inspirados en el *trust* anglosajón); o mediante la creación de las sociedades de propósito especial (o sociedades de quiebra remota en otras legislaciones), que nos son otra cosa que la modalidad *pay through*.

En la páginas siguientes, revisaremos las características particulares que cada una de las modalidades tiene en nuestro país, pero por ahora nos detendremos en una idea particular, que consiste en señalar que a pesar de lo que el reglamento establece, las modalidades de titulización no solamente son las de *pass through* (inciso a) del artículo 294 de la Ley) o de *pay through* (inciso b) del artículo 294 de la Ley), sino también la denominada como *asset back bond*. Nuestra posición se sustenta en el tercer párrafo del artículo 314 de la Ley, 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”. Es decir, una sociedad podría realizar una emisión de bonos corporativos y colateralizarlos mediante la cesión a un patrimonio fideicometido de los flujos que se originen de la explotación de determinados activos que forma parte de su balance a favor de su acreedor o de los tenedores de los bonos emitidos, logrando aislar de alguna forma el riesgo de la fuente de repago del título. En conclusión, sí es viable implementar en el Perú una modalidad de *asset back bond*.

#### **c) ¿Cómo se lleva a cabo una operación de titulización de activos bajo el contexto de un fideicomiso?**

El contrato de fideicomiso, tal como se encuentra regulado por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros y el Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios, se define en iguales términos en los que lo hace la doctrina internacional<sup>35</sup>.

Bajo nuestra legislación, el fideicomiso de titulización se estructura a partir de la transferencia

<sup>35</sup> La Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, define al fideicomiso como “una relación jurídica por la cual un fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominado fiduciario, para la construcción de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de éste último y afecto al cumplimiento de un fin específico a favor del fideicomitente o de un tercero denominado fideicomisario”.

en dominio fiduciario de activos, los mismos que serían integrados a un patrimonio fideicometido, con cuyo respaldo serían emitidos valores para su colocación. El resultado de la colocación será entregado al originador o propietario inicial de los activos. El patrimonio fideicometido carece de personería jurídica y actúa representado por el fiduciario.

A diferencia de otras clases de fideicomisos, en el caso particular de la titulización, la transferencia en dominio fiduciario<sup>36</sup> de los activos le permite al fideicomitente recibir una contraprestación que podría entenderse como el pago de un precio en el caso de una compraventa. En este sentido, resulta conveniente reiterar que no existe una transferencia de propiedad. Lo que existe es una transferencia de dominio fiduciario, y lo que recibe el originador es el pago adelantado (aceleramiento) de la explotación de los activos que integra al patrimonio fideicometido, mas no el pago de un precio. Sin perjuicio de lo señalado anteriormente, contablemente se puede inferir que la sustitución de un activo por otro implica su venta a un tercero, y que como tal, debiera tener los mismos efectos económicos, financieros y tributarios.

Los patrimonios fideicometidos constituyen patrimonios distintos a los de las partes intervinientes en la titulización, que carecen de personería jurídica y responden únicamente por aquellas obligaciones que contraen según el acto constitutivo o aquellas que contraiga el fiduciario en su nombre y representación durante la vigencia del mismo y se encuentren autorizados en el acto constitutivo. En términos generales, las obligaciones del patrimonio fideicometido serán frente a los titulares de los valores mobiliarios emitidos con su respaldo; sin embargo, considerando que la propia legislación contempla la posibilidad de llevar a cabo operaciones de fideicomiso de titulización a partir de proyectos inmobiliarios, de concesión o de explotación de recursos, es posible que el patrimonio tome obligaciones de pago como, por ejemplo, un endeudamiento frente a una entidad financiera o un proveedor. El artículo 335 de la Ley establece que cuando así se hubiese acordado en el acto constitutivo, los valores emitidos podrán subordinarse en su pago frente a aquellas

obligaciones adquiridas por el patrimonio en el desarrollo de sus actividades.

Nuestra legislación establece que únicamente se encuentran facultados para actuar como fiduciarios las sociedades tituladoras debidamente autorizadas por la CONASEV<sup>37</sup> y las sociedades extranjeras que se encuentren facultadas en el exterior para actuar como tales y que establezcan una sucursal en nuestro país. Las sociedades antes indicadas pueden tener a su cargo la administración de uno o más patrimonios fideicometidos e incluso se encuentran facultadas a adquirir activos con la finalidad de titularlos con posterioridad. Para cada patrimonio fideicometido, el fiduciario podrá designar una especie de gerente denominado factor fiduciario, quien responderá por el adecuado manejo del mismo. Adicionalmente, la función de administración del patrimonio fideicometido podrá recaer en una comisión de administración que será solidariamente responsable con el fiduciario, salvo que él mismo hubiese sido creado a requerimiento del originador; en cuyo caso éste asume la responsabilidad del manejo fiduciario del patrimonio fideicometido. En función a lo establecido por el artículo 318 de la Ley, la sociedad tituladora sólo podrá renunciar siempre que cuente con la aprobación del fideicomitente y de los fideicomisarios. A nuestro entender, esta exigencia obedece a que la labor fiduciaria tiene una doble connotación respecto a su responsabilidad frente al fideicomitente, quien lo designa expresamente y le confía el dominio fiduciario de sus activos para llevar a cabo una labor específica, y frente a los futuros tenedores de los valores o fideicomisarios en virtud de quienes se constituye el patrimonio fideicometido.

Adicionalmente, la norma, equivocadamente desde nuestro punto de vista, le otorga a las sociedades tituladoras la capacidad para actuar como mejoradores en operaciones de titulización afectando en garantía su propio patrimonio. Nuestra opinión se sustenta en el hecho de que la insolvencia de un patrimonio fideicometido garantizado por la sociedad tituladora podría generar la quiebra de ésta y el riesgo en la administración de los otros patrimonios fideicometidos a su cargo. Sin embargo, el

<sup>36</sup> De acuerdo al artículo 313 de la Ley del Mercado de Valores, el dominio fiduciario confiere plenas potestades, incluidas las de administración, uso, disposición, reivindicación; las mismas que se ejercen en función al acto constitutivo.

<sup>37</sup> Las empresas del sistema financiero se encuentran facultadas a realizar labores de sociedad tituladora siempre que para ello constituyan una empresa subsidiaria que además de la supervisión de la Superintendencia de Banca y Seguros tenga la de la CONASEV.

Reglamento de los Procesos de Titulización establece que las sociedades titulizadoras no podrán afectar su patrimonio en obligaciones distintas a la función del mejorador, con lo cual se evidencia la incongruencia antes indicada.

Asimismo, la Ley establece que CONASEV podrá autorizar a las sociedades titulizadoras desarrollar otras actividades. En este caso, consideramos que otras posibles funciones a cargo de una sociedad titulizadora podrían ser la de agente colocador de la emisión a efectos de prescindir de un intermediario financiero. La función de colocación la podría realizar, ya sea mediante una colocación a mejor esfuerzo, o una de aseguramiento bajo la modalidad de *underwriting*; ésta última definida por Boneo Villegas y Barreira Delfino como “el contrato celebrado entre una entidad financiera y una sociedad comercial, por medio del cual la primera se obliga a prefinanciar, en firme o no, títulos-valores emitidos por la sociedad, para su posterior colocación”<sup>38</sup>.

Sea en el caso que los valores emitidos sean colocados mediante oferta pública o privada, la sociedad titulizadora estará bajo la supervisión de CONASEV. Considerando que el fideicomiso es un contrato por el cual el fiduciario ejerce dominio sobre los activos que le son transferidos en beneficio de la persona designada por el fideicomitente con una carga de confianza y plenas potestades pero limitadas a un fin específico, es que nuestra legislación ha considerado que no es necesario que en una emisión de valores derivados de un fideicomiso de titulización se requiera la intervención de un representante de los obligacionistas. Por esta razón, resulta conveniente revisar el tratamiento jurídico del representante de obligacionistas y asociarlo a la figura del fiduciario y su relación con los tenedores de los valores a ser emitidos con el respaldo de un patrimonio fideicometido.

Cabe recordar que, de acuerdo a nuestra legislación, la figura del representante de los obligacionistas está directamente vinculada a la emisión de obligaciones y su función es la de representar a la totalidad de los tenedores o suscriptores de las obligaciones y de ejecutar los acuerdos de la asamblea.

En este contexto, como bien señala Ripert, corresponde al representante de los obligacionistas “realizar los actos de gestión de interés común de los obligacionistas y de hacer ejecutar las decisiones de la asamblea”<sup>39</sup>.

En nuestra legislación, las funciones que le corresponde al representante de los obligacionistas están descritas en la Ley General de Sociedades y en la Ley del Mercado de Valores –que será aplicable en el caso que las obligaciones sean colocadas mediante una oferta pública–, y son básicamente las de gestión y representación.

La labor de gestión que cumple el representante de los obligacionistas se halla reconocida en la Ley General de Sociedades, principalmente en los numerales 4, 7, 8, 9, 10 y 11 del artículo 325. De esta forma, el representante de los obligacionistas debe intervenir en los sorteos que se celebren en relación con los títulos, vigilar el pago de intereses y del principal, exigir y supervisar la ejecución del proceso de conversión de obligaciones en acciones, verificar que las garantías de la emisión hallan sido debidamente constituidas, entre otros aspectos.

Adicionalmente a la función de gestión y representación, nuestra legislación le otorga al representante de los obligacionistas la función de velar por los intereses de la masa de obligacionistas y porque se cumplan los términos y condiciones establecidos en el contrato de emisión, razón por la cual deberá verificar, entre otros aspectos, la constitución de las garantías de la emisión.

Cabe precisar que la labor en defensa de los obligacionistas no es de resultados, sino de medios; con lo cual el representante de los obligacionistas no garantiza el éxito de las funciones que le han sido asignadas en el contrato de emisión o por legislación, salvo que hubiera mediado dolo o culpa inexcusable en el desempeño de las funciones.

Si bien la Ley General de Sociedades no establece específicamente el grado de responsabilidad del representante de los obligacionistas por sus actos, somos de la opinión que se le debe aplicar por

<sup>38</sup> BONEO VILLEGAS, Eduardo y Eduardo BARREIRA DELFINO. “Contratos Bancarios Modernos”. Buenos Aires: Editorial Abeledo-Perrot. 1984. p. 232.

<sup>39</sup> RIPERT, Georges. “Tratado elemental de Derecho Comercial”. Tomo II. Buenos Aires: Editorial Tea. 1954. p. 472.

analogía las normas sobre responsabilidad civil de los administradores de la sociedad anónima<sup>40</sup>.

Cabe recordar que la analogía se utiliza cuando existe un supuesto de hecho no previsto legalmente, en cuyo caso se aplica una norma que regula un hecho diferente pero sustancialmente similar. En el caso del representante de los obligacionistas existe un supuesto de hecho no regulado –la responsabilidad del gestor y Representante Legal del Sindicato– y una norma que regula un supuesto de hecho diferente pero similar –la responsabilidad del gestor y representante legal de la sociedad–.

Podría alegarse que no habiendo norma expresa que regule la responsabilidad civil del representante de los obligacionistas podría aplicarse supletoriamente lo dispuesto por el artículo 1969 del Código Civil para responsabilidad contractual y extracontractual, con lo cual no sería necesario acudir a la analogía. Sin embargo, en nuestra opinión la supletoriedad no sería aplicable en este caso concreto debido a que la naturaleza mercantil y el grado de sofisticación de las operaciones que realiza el representante de los obligacionistas difieren sustancialmente de la responsabilidad por actos civiles que regula el Código Civil.

En consecuencia, el representante de los obligacionistas deberá responder ante el sindicato por los daños y perjuicios que ocasione el incumplimiento de sus obligaciones (sean las establecidas por ley, el contrato de emisión o la asamblea de obligacionistas) y los actos realizados con dolo, abuso de facultades y negligencia grave.

Si bien dilucidar la presencia del dolo en los actos de un representante de los obligacionistas no produce mayores problemas, para calificar cuándo se actúa con negligencia grave será necesario determinar, en primer lugar, cuál es el nivel de diligencia que se le exige al representante de los obligacionistas.

En nuestra opinión, el deber de diligencia del representante de los obligacionistas no es el del “buen padre de familia” aplicado para los negocios jurídicos regulados por el Código Civil, sino que es la diligencia propia de las

personas que se dedican a funciones de esta naturaleza<sup>41</sup>.

Somos de la opinión que lo descrito para el caso del representante de los obligacionistas se aplica al caso del fiduciario o sociedad titulizadora en su relación con los tenedores de los valores mobiliarios emitidos. Adicionalmente, la Ley y el Reglamento le atribuyen funciones como la de mantener separados sus activos de la de los patrimonios bajo su dominio fiduciario, elaborar estados financieros de cada patrimonio, procurar el perfeccionamiento de la transferencia fiduciaria de los activos, proteger el patrimonio fideicometido, velar porque el fideicomiso no sea utilizado para perjudicar a terceros, entre otras; en la cuales deberá actuar con la diligencia de un representante de los obligacionistas.

Nuestra legislación también recoge la existencia de un servidor que, tal como revisamos en el primer capítulo, es el encargado de realizar la cobranza de los flujos cedidos. Esta función la puede desempeñar cualquier persona, incluyendo al fiduciario y al propio originador.

Finalmente, en lo que se refiere a esta modalidad de titulización, se debe indicar que la Ley le otorga total intangibilidad al patrimonio fideicometido, señalando que el mismo no puede ser atacado por obligaciones distintas a las asumidas por el patrimonio fideicometido. Como ya indicáramos, se denomina remanente al saldo del patrimonio luego de pagadas todas sus obligaciones. El remanente puede ser afectado por su beneficiario, convirtiéndose en realidad en una especie de bien futuro.

#### **d) ¿Cómo se lleva a cabo una titulización bajo la modalidad *asset back bonds*?**

Tal como ya fuera indicado, nuestra legislación contempla la posibilidad que una emisión de valores de contenido crediticio (entiéndase obligaciones) pueda ser respaldada con un fideicomiso constituido para tales efectos.

No obstante la categórica afirmación hecha en el párrafo anterior, resulta conveniente realizar un breve análisis de nuestro ordenamiento jurídico a

<sup>40</sup> La aplicación de la analogía en este caso concreto es defendida por la doctrina internacional. En ese sentido: DOMÍNGUEZ GARCÍA, Manuel Antonio. Op. cit. p. 196.

<sup>41</sup> Al respecto, ver para los administradores de las sociedades anónimas: GARRIGUES. Op. cit. p. 161.

efecto de concluir en la viabilidad de implementar operaciones de *asset back bond*.

De acuerdo a lo establecido por el artículo 305 de la Ley General de Sociedades, "(e)l importe total de las obligaciones, a la fecha de emisión, no podrá ser superior al patrimonio neto de la sociedad, con las siguientes excepciones:

1. Que se haya otorgado garantía específica;
2. Que la operación se realice para solventar el precio de bienes cuya adquisición o construcción hubiese contratado de antemano la sociedad; o
3. En los casos especiales que la Ley lo permita".

Seguidamente, el artículo 307 de la Ley General de Sociedades establece que las garantías específicas de una emisión de obligaciones pueden ser (i) los derechos reales de garantía o (ii) la fianza solidaria emitida por entidades del sistema financiero nacional, compañías de seguros nacionales o extranjeras, o bancos extranjeros.

Por otra parte, conforme lo establece el primer párrafo del artículo 90 de la Ley, en una emisión de bonos podrá constituirse, adicionalmente a las garantías contempladas en el artículo 307 de la Ley General de Sociedades, otras que expresamente son indicadas por el propio artículo 90, tales como póliza de caución, depósito bancario, entre otras, dejando abierta la posibilidad de que mediante disposiciones de carácter general se establezcan otras garantías. En forma complementaria a lo indicado, el Reglamento de Oferta Pública Primaria establece que un patrimonio fideicometido constituido al amparo del tercer párrafo del artículo 314 de la Ley debe ser considerado como una garantía específica para efectos de lo establecido 305 de la Ley General de Sociedades.

Resulta claro entonces que el Reglamento de Oferta Pública Primaria y el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos constituyen como tales normas de carácter general. A criterio del Derecho administrativo, los reglamentos constituyen "**normas de carácter general**"<sup>42</sup> tal como lo señala José Roberto Dromi y, que a su

vez, se reafirma cuando Marcial Rubio Correa incluye a los reglamentos dentro la condición de normas jurídicas de carácter general que forman parte de la estructura legislativa<sup>43</sup>. En consecuencia, se puede afirmar que, dentro de los alcances del artículo 90 de la Ley, mediante reglamento se ha incorporado otra modalidad de garantía específica para la emisión de obligaciones.

Sin perjuicio de lo antes indicado, no cabe duda de que la constitución de un patrimonio fideicometido para respaldar el pago de obligaciones emitidas por un tercero (que podría ser una persona jurídica o incluso otro patrimonio fideicometido) tiene las características de un fideicomiso en garantía y debe ser entendido doctrinariamente como un derecho real de garantía que debe ser reconocido como tal.

En el caso del fideicomiso en garantía, el derecho de los fideicomisarios recae directamente sobre el conjunto de bienes que integran el patrimonio fideicometido –el cual no tiene personalidad jurídica–, y no sobre el fideicomitente o la sociedad fiduciaria. El derecho de los fideicomisarios, en consecuencia, recae sobre bienes o cosas, lo que determina el carácter real de la garantía constituida.

El carácter real del fideicomiso en garantía se ve corroborado por el hecho de que la Superintendencia de Banca y Seguros considera al fideicomiso bancario de garantía (regulado por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, norma supletoria de las disposiciones sobre fideicomiso de titulización regulado por la Ley), dentro de las garantías preferidas, junto a otras garantías reales como son la garantía mobiliaria y la hipoteca.

Adicionalmente, cabe mencionar que el carácter *numerus clausus* de los derechos reales consagrado en el 881 del Código Civil no es obstáculo alguno para considerar al fideicomiso en garantía como un derecho real de garantía, ya que dicho artículo dispone que "**son derechos reales los regulados en este Libro y en otras leyes**".

<sup>42</sup> DROMI, José Roberto. "Instituciones de Derecho Administrativo". Buenos Aires: Editorial Astrea de Rodolfo De Palma y Hermanos. 1973. p. 137.

<sup>43</sup> RUBIO CORREA, Marcial. "El Sistema Jurídico Introducción al Derecho". Sexta edición. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. 1993. pp. 126-148.



En el caso en mención, hay una norma expresa en el artículo 314 de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 14 del Reglamento de los Procesos de Titulización que regulan el fideicomiso en garantía. En tal sentido, conforme a lo dispuesto en nuestra legislación y en la doctrina internacional, podemos concluir que el fideicomiso en garantía es un derecho de garantía de naturaleza real; lo cual permite que una emisión de obligaciones respaldada por un patrimonio fideicometido pueda superar el importe del patrimonio neto de la sociedad, de conformidad con lo establecido en los artículos 305 y 307 de la Ley General de Sociedades.

**e) ¿Cómo se lleva a cabo una titulización mediante la creación de una sociedad de propósito especial?**

En lo que respecta a la constitución de sociedades de propósito especial, nuestra legislación recoge básicamente las disposiciones internacionalmente aplicadas a las denominadas sociedades de quiebra remota.

Bajo este mecanismo se logra aislar los activos respecto de los cuales se emitirán los valores mobiliarios correspondientes. Conviene recordar que estas sociedades "son constituidas para especiales o limitados objetos, relativos a los negocios de securitización"<sup>44</sup>.

Considerando que en la mayoría de los casos las sociedades de propósito especial serán constituidas por el propio originador mediante el aporte de los activos y tomando la calidad de subsidiaria completa de éste (modalidad conocida en la legislación norteamericana como *wholly owned subsidiary*), la Ley, al igual que otras legislaciones, ha determinado una serie de requisitos de cumplimiento obligatorio que debe seguir la sociedad para el desarrollo de sus actividades.

Así, la sociedad no podrá modificar sus estatutos sociales sin la aprobación de los titulares de los valores que se hubiese emitido, y cada uno de sus órganos de gobierno deberán estar integrados por cuando menos una persona independiente y sin cuya decisión no se podrá declarar la insolvencia de la sociedad. El estatuto de la sociedad tendrá una función equivalente al del acto constitutivo del patrimonio fideicometido.

Sobre esta modalidad en particular, el artículo 36 del Reglamento señala que sólo podrá ser utilizada con la finalidad de implementar operaciones de titulización "a partir de activos tales como cartera de créditos y de otros que generen un flujo de efectivo", indicando que luego se podrán integrar al patrimonio de la sociedad activos de otra naturaleza necesarios para el cumplimiento de la finalidad para la que fue constituida.

Asimismo, el mismo artículo reafirma la posición antes indicada cuando hace referencia a que, bajo un esquema de sociedad de propósito especial, no se podrán estructurar operaciones de titulización de activos tales como aquellas destinadas a financiar obras de infraestructura o servicios públicos, o aquellas operaciones en las que el objeto de la titulización son estudios o diseños técnicos.

En este sentido, llama nuestra atención que la norma permita el desarrollo de operaciones de titulización bajo sociedades de propósito especial en las que la fuente de repago sean flujos futuros de cobranzas que no se encuentran registrados como cuentas por cobrar en el balance del originador. Así, cuando la norma hace referencia a activos que generen un flujo de efectivo, podríamos estar frente a un flujo futuro aún no existente de cobranzas como los futuros gastos de tarjeta de crédito de los clientes de un banco. En este contexto, nos preguntamos como una sociedad anónima puede constituirse con un aporte de capital no dinerario y que adicionalmente no existe contablemente. Por esta razón, somos de la opinión que esta alternativa de titulización debería estar reservada en una primera etapa para activos existentes que generen un flujo de ingresos y que se encuentren debidamente sustentados jurídicamente y documentariamente, siendo congruentes con la idea de limitar otras estructuras tal como lo hace el artículo 36 del Reglamento.

**f) ¿Qué activos se pueden titular bajo los alcances de nuestra legislación?**

De acuerdo a lo establecido por el artículo 295 de la Ley, "con el objeto de integrar patrimonios de propósito exclusivo pueden ser transferidos todos aquellos activos y la esperanza incierta a que hace referencia el artículo 1409 del Código Civil, sobre

<sup>44</sup> SCHWARZ, Steven. "Structured Finance. Practicing Law Institute". En: Securitización, Documento de Trabajo y Base para una Reforma Legislativa. Buenos Aires: Estudio Alegría. 1992. p. 10.



los que su titular pueda disponer libremente" (el subrayado es nuestro).

En concordancia con el literal a) del artículo 292 de la Ley (que define el concepto de activo como recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos), debe quedar claro que bajo nuestra legislación son susceptibles de titulación toda clase de bienes muebles o inmuebles, presente o futuros que formen parte del comercio entre los hombres.

Asimismo, puede ser materia de titulación la esperanza incierta definida por el artículo 1409 del Código Civil cuando señala que "la prestación materia de la obligación creada por el contrato puede versar sobre:

1. Bienes futuros, antes de que existan en especie, y también la esperanza incierta de que existan, salvo las prohibiciones establecidas por la ley.
2. Bienes ajenos o afectados en garantía o embargados o sujetos a litigio por cualquier otra causa".

A decir de Massino Bianca, se entiende por bien futuro al "actualmente inexistente como objeto autónomo de derechos de goce, pero susceptible de llegar a existir"<sup>45</sup>.

En este contexto, Manuel de la Puente y Lavalle señala que "son bienes futuros tanto los que no existen en natura, como los bienes existentes en natura que no son de propiedad de alguien pero susceptibles de ocupación, los productos de obra que aún no tienen individualidad económica y los productos naturales que todavía no se han desprendido del bien del que provienen"<sup>46</sup>.

De esta forma, se entiende que pueden ser objeto de titulación bienes corporales o incorporales, que existen o que siendo inexistentes son susceptibles de llegar a existir, con lo cual queda claro que pueden ser materia de titulación flujos derivados de futuros suministros de servicios tales como luz eléctrica, teléfono, agua, o pagos de tarjetas de crédito por gastos futuros, ingresos por concepto de peaje, entre otros. En los casos

de bienes futuros, se debe tener especial cuidado en que el deudor de la prestación realice sus mejores esfuerzos para que los bienes tengan existencia o, en caso contrario, no hacer determinadas actividades que puedan poner en riesgo la existencia del mismo.

Adicionalmente, dentro del concepto de esperanza incierta se encuentra el de bien ajeno. En aplicación a lo establecido por los artículos 1537 y 1538 del Código Civil, es válido el acuerdo de transferir un bien ajeno en la medida en que la otra parte conoce que es ajeno; de forma tal que el obligado puede cumplir con su obligación haciendo que el tercero propietario realice la transferencia del bien o adquiriendo él mismo del tercero a efectos de cumplir con su obligación.

En ese orden de ideas, siguiendo con lo señalado por el literal b) del artículo 308 de la Ley<sup>47</sup> y la posibilidad expresa de titularizar la esperanza incierta, se puede afirmar que es posible realizar operaciones de titulación sobre bienes ajenos.

No obstante lo señalado en el párrafo precedente, podría entenderse que existe una contradicción con lo que establece el propio artículo 295 de la Ley cuando establece que quien transfiera el dominio fiduciario de un activo debe tener libre disposición sobre el mismo. Ante la situación expuesta se pueden dar dos interpretaciones:

- (i) No hay posibilidad de realizar una titulación sobre un bien ajeno, pues quien lo titulariza no tiene plena disposición del activo, ya que la capacidad de disposición es un atributo que tiene el propietario o quien ejerce el dominio fiduciario de un bien; con lo cual se entiende que puede tener disposición del bien o activo a partir de obtener la propiedad del mismo o hacer que quien tenga disposición de él, lo transfiera. Esta posición se reafirma en el artículo 243 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros<sup>48</sup>, que señala que "para la validez del acto constitutivo del fideicomiso es exigible al fideicomitente la facultad de disponer de los

<sup>45</sup> BIANCA, Massino. "Il Contratto". Milán: Dott A. Giuffré Editore. 1984. p. 320.

<sup>46</sup> DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. "El Contrato en General". Tomo III. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú. 1996. p. 415.

<sup>47</sup> El literal b) del artículo 308 de la Ley del Mercado de Valores señala que la escritura pública del acto constitutivo debe indicar, entre otras, la individualización de los activos objeto de transferencia, con indicación de si se encuentran en el patrimonio del transferente o si, por el contrario, se trata de activos ajenos o futuros (el subrayado es nuestro).

<sup>48</sup> Como ya fuera indicado, se aplica supletoriamente a la titulación de activos en la medida en que se implemente vía un fideicomiso.

bienes y derechos que transmita, sin perjuicio de los requisitos que la ley establece para el acto jurídico”.

No es el caso del bien futuro donde a pesar de que no existe el bien, existe el derecho pleno de alguien de tenerlo, razón por la cual es válida la transferencia mediante una cesión de derechos.

- (ii) Por otra parte, se puede afirmar, siguiendo la doctrina internacional, que cualquier bien que no se encuentre fuera del comercio entre los hombres es susceptible de contratación. Así, Luis Diez Picazo incluye dentro de tal concepto a “los bienes de dominio público, los bienes de uso público, las cosas que no son susceptibles de apropiación (tales como el aire, las capas superiores de la atmósfera, entre otros), o los bienes no incluidos en el patrimonio de las personas (identidad, estado civil, entre otros)”<sup>49</sup>.

En consecuencia, el bien ajeno puede ser materia de contratación y puede ser materia de una titulación de activos, tal como la propia norma parece preverlo y, más aún, cuando dentro del concepto de esperanza incierta se encuentra el de bien ajeno, razón por la cual, se debería precisar en la norma el concepto de libre disponibilidad o simplemente eliminarlo.

#### **g) ¿Qué valores se pueden emitir bajo nuestra legislación?**

De acuerdo a lo establecido por el artículo 314 de la Ley, pueden emitirse títulos de contenido crediticio (que dan lugar al derecho a reembolso de un principal más intereses), de participación u otros que señale CONASEV. Conviene referir que, en nuestra legislación, no están regulados los denominados *debentures*, que son una especie de títulos de renta mixta. En nuestro país se presentó la experiencia de los denominados bonos estructurados, que no eran otra cosa que un bono que daba derecho a una renta fija y una renta variable en función a la variación de una canasta de acciones.

El propio artículo 314 de la Ley establece que los valores emitidos a partir de un proceso de titulación pueden ser nominativos o al portador, pudiendo ser físicos o desmaterializados<sup>50</sup>.

Al igual que los demás valores mobiliarios regulados en nuestro país, los emitidos a partir de una titulación de activos pueden ser colocados tanto por oferta pública como privada. Para efectos de la oferta pública se deberá cumplir con el requisito de registrar los valores ante el Registro Público del Mercado de Valores de CONASEV, debiéndose acompañar el acto constitutivo, un prospecto de colocación, dos clasificaciones de riesgo, entre otros. A decir de la propia Ley, para la clasificación de riesgo de los valores emitidos se deberá analizar al patrimonio de propósito exclusivo y la estructura de la operación. En este sentido, debemos precisar que cuando la norma se refiere al análisis del patrimonio, se entiende que lo que se evalúa es el activo subyacente (es decir, la calidad de los deudores cedidos), y la estructura debe entenderse como los mecanismos de garantía internos y externos.

Por otro lado, como parte de una operación de titulación se pueden emitir una o más series de valores y entre éstos pueden haber unos subordinados a otros (en cuanto a prelación de pagos y derechos). Nuestra legislación ha dispuesto que no procede el trato igualitario en el rescate anticipado de los valores. Sobre este último punto conviene reiterar que uno de los mecanismos internos de garantía es el de emisiones subordinadas, y siendo el caso se puede estructurar una emisión en la que se determina un monto de sobrecolateralización, y por el monto de ésta se emita un certificado de titulación que da derecho al remanente; con lo cual, la emisión principal podría ser rescatada antes que la subordinada. A efectos de mayor ilustración podemos ofrecer un ejemplo: en una operación de titulación de activos se transfiere una cartera de créditos por US\$ 100,000,000.00, a partir de la cual se constituye un patrimonio fideicometido con cuyo respaldo se emiten valores por US\$ 70,000,000.00 con lo cual un monto de US\$ 30,000,000.00 sobrecolateraliza la emisión y cubre los eventuales incumplimientos de los

<sup>49</sup> DIEZ PICAZO, Luis. “Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial”. Quinta edición. Madrid: Editorial Civitas. 1996. p. 209.

<sup>50</sup> A nuestro entender, existe una confusión en nuestra práctica bursátil que recientemente viene siendo materia de corrección, puesto que en aplicación del artículo 218 de la Ley del Mercado de Valores, a fin de que un valor se negocie en la rueda de bolsa es obligatoria su desmaterialización. Si consideramos que el único mecanismo centralizado de oferta pública es la rueda de bolsa, cualquier valor mobiliario que pretenda ser colocado deberá estar desmaterializado. No obstante ello, se ha considerado que en la medida en que se utilizan mecanismos de subasta directa, aun cuando ello sea una oferta pública, se emiten títulos físicos.

deudores cedidos. Siendo el caso que el beneficiario del remanente quiera recibir anticipadamente sus recursos es que se emite una emisión subordinada a la principal. El ejemplo presentado se da en el caso de entidades financieras que no quieren perder su *spread* y lo reciben vía el esquema de emisiones subordinadas.

Otro aspecto que debe evaluarse en nuestra legislación es que, a simple vista, el fideicomiso a partir del cual se emiten valores debe ser entendido como una titulización.

Según lo establece el artículo 260 de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, "la emisión de valores mobiliarios con respaldo de un patrimonio fideicometido se sujeta a lo dispuesto por la Ley del Mercado de Valores". A partir de la idea expuesta en el artículo anterior, existe una confusión respecto a la posibilidad de que sobre la base de cualquier otra modalidad de fideicomiso distinta a la titulización se pueda emitir títulos valores (certificados), tal como lo establece el artículo 7 del Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios. A nuestro entender, dichos títulos son distintos a los de una emisión de valores mobiliarios para su colocación y representan el derecho expectatio del fideicomitente a recuperar la propiedad plena de los activos (por ejemplo, en el caso de tratarse de un fideicomiso en garantía o administración), pues como ya fuera mencionado, el derecho fiduciario y el de propiedad no coexisten y en tanto un bien sale del balance de una sociedad sin que exista el ánimo de transferencia perpetua, debe ser sustituido por otro a efectos de evitar un descalce en el balance. Incluso de esta forma, la depreciación del activo en el balance del patrimonio fideicometido se refleja en el balance del fideicomitente.

Sobre el particular, cabe señalar que tanto la legislación mexicana cuanto la argentina contemplan la posibilidad de que a partir de un fideicomiso se puedan emitir certificados. Así, Rodríguez Rodríguez señala que dichos títulos atribuyen "a) el derecho a la parte alícuota de los puntos o rendimientos de los valores, derechos o bienes de cualquier clase que tenga en

fideicomiso irrevocable para ese propósito la sociedad fiduciaria que los emita; b) el derecho a una parte alícuota del derecho de propiedad o de la titularidad de esos bienes, derechos o valores; c) o bien el derecho a una parte alícuota del producto neto que resulte de la venta de dichos bienes, derechos o valores"<sup>51</sup>.

No obstante, y siguiendo lo señalado por Silvio Lisopraski, "(e)n todos los supuestos los certificados fiduciarios jamás atribuyen un derecho de condominio sobre los bienes y rentas del fideicomiso, sino derechos personales o creditorios para exigir una cuota de condominio o su valor"<sup>52</sup>.

Sobre la base de los argumentos expuestos, consideramos que debe precisarse que los certificados a los que se refiere el artículo 7 del Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios deben emitirse a favor del fideicomitente. En el caso del fideicomisario, consideramos que no es pertinente, salvo en los casos de titulización de activos, pues a diferencia de lo que sucede en el derecho anglosajón, el derecho de garantía no le otorga a quien lo ostenta ningún efecto de titularidad sobre un bien y menos capacidad para endosarlo a favor de un tercero como se pretendería en el caso de plasmar dicho derecho en un título valor.

#### **h) Insolvencia del patrimonio fideicometido bajo nuestra legislación**

Como ya fuera indicado, a criterio de nuestra legislación el patrimonio fideicometido es un ente aislado del patrimonio del fiduciario y únicamente responde por la obligaciones que válidamente (en función a lo establecido en el acto constitutivo) hubiese adquirido en el desarrollo de sus actividades. Este patrimonio es declarado intangible también por otras legislaciones, como es el caso de México, Costa Rica, Colombia y Honduras, por citar algunos casos particulares; de forma tal que los activos que lo conforman son excluidos de la masa de acreedores del fideicomitente o del fiduciario.

En nuestra legislación, el artículo 321 de la Ley establece que "(e)n caso de insolvencia del patrimonio fideicometido, de no haberse previsto un mecanismo alternativo que salvaguarde los

<sup>51</sup> RODRÍGUEZ RODRÍGUEZ, Joaquín. "Derecho Bancario". México: Editorial Porrúa. 1978. p. 467.

<sup>52</sup> LISOPRASKI, Silvio y Claudio KIPER. Op. cit. p. 438.

derechos de la partes intervinientes y de los terceros facultados de acuerdo a la presente ley a hacer cobro de sus derechos con el patrimonio fideicometido, se deberá seguir, en lo pertinente, las disposiciones establecidas en las normas relativas a reestructuración patrimonial de las empresas"; señalando más adelante que la CONASEV será quien designe al liquidador que corresponda.

En este aspecto, nuestra legislación parece haber adoptado la posibilidad de optar por dos caminos frente a la insolvencia de un patrimonio fideicometido. Una primera posibilidad es la de establecer un mecanismo privado en el acto constitutivo ante una situación de insolvencia del patrimonio fideicometido, llegando a determinarse una especie de ejecución privada y extrajudicial.

Conviene precisar que el patrimonio fideicometido puede situarse en una situación de insolvencia ante la imposibilidad de cumplir con los pagos de las obligaciones que hubiese adquirido, tales como los valores mobiliarios de contenido crediticio u otras obligaciones de pago que hubiese adquirido a efectos de cumplir con la finalidad para la que fue constituido. Se debe indicar que los titulares de los valores de contenido patrimonial, por ser titulares de valores similares a una acción, asumen el riesgo del negocio y, en consecuencia, tendrán una posición subordinada frente a los acreedores y no podrán solicitar insolvencia por incumplimiento de pagos.

En la práctica y basándonos en lo establecido por la Ley, en el acto constitutivo se puede determinar que en el caso que las obligaciones a su cargo fuesen declaradas vencidas e imposibles de ser pagadas, las mismas puedan ser refinanciadas, y, en caso contrario, se procedería a liquidar ordenadamente los activos, adjudicándose los a los propios titulares de valores de contenido crediticio emitidos bajo un concepto de valor económico final<sup>53</sup>.

El problema podría presentarse en el caso que no se hubiese determinado un proceso de liquidación ordenado pues existe un vacío en nuestra

legislación. Según lo establece el propio artículo 321, en caso de insolvencia de un patrimonio fideicometido, se deberá seguir, en lo pertinente, las disposiciones establecidas en las normas relativas a reestructuración patrimonial de las empresas. Sin embargo, el artículo 2 de la Ley General del Sistema Concursal (Ley 27809) señala que no se encuentran comprendidos bajo sus alcances los patrimonios autónomos (dentro de cuyo concepto se encuentran los patrimonios fideicometidos), salvo las sociedades conyugales y las sociedades indivisas.

A decir de Jorge Domínguez, "debido a la situación jurídica de los bienes fideicometidos, existe un criterio doctrinal universal respecto a la quiebra de los patrimonio de fideicomiso"<sup>54</sup>, es decir, la quiebra del patrimonio fideicometido es factible, pero nuestra legislación debe cubrir dicho vacío. A nuestro criterio, siendo la actividad del patrimonio fideicometido asociada a una actividad empresarial y de gestión de activos subyacentes, se debe aplicar a aquélla la Ley General del Sistema Concursal.

#### **i) Insolvencia de la sociedad de propósito especial**

En este caso, la situación de insolvencia es más clara, pues al ser una sociedad anónima se le aplica la Ley General del Sistema Concursal, pudiendo acogerse, en consecuencia, a un concurso preventivo o a una insolvencia. La única observación viene respecto a lo que señala el artículo 320 de la Ley que establece que "la sociedad no podrá solicitar su declaración de insolvencia sin contar con el voto aprobatorio de la persona independiente del órgano colegiado que corresponda".

### **IX. EL FUTURO DE LA TITULIZACIÓN EN EL PERÚ**

A partir de la entrada en vigencia de la regulación sobre procesos de titulización de activos, se han llevado a cabo en el Perú varias operaciones de trascendencia para los niveles de negociación de nuestro mercado de valores, y en cada una de esas operaciones se han utilizado técnicas y estructuras que han sido usadas con éxito en otros países.

<sup>53</sup> Debe entenderse como valor económico final al valor presente de los flujos esperados descontados a una tasa de descuento que considere el costo del dinero y el riesgo del activo. Asimismo, en los casos en que los activos incluyan bienes adjudicados o bienes que se espera adjudicarse en el futuro, se considerará, para la elaboración de estos flujos, el valor de realización de dichos bienes, el plazo estimado para su venta por el tasador, el costo de mantenimiento de los bienes por dicho plazo y los gastos estimados de realización.

<sup>54</sup> DOMÍNGUEZ MARTÍNEZ, Jorge Alfredo. "El Fideicomiso". México: Editorial Porrúa S.A. 1996. p. 223.

La experiencia ha demostrado que el vehículo idóneo es el de fideicomiso de titulización, quizá por el desarrollo que ha alcanzado el *trust* en nuestro mercado y adicionalmente por los mayores niveles de seguridad que ofrece. Sobre esta última idea, conviene recordar que la vinculación de cualquier tipo entre originador y el patrimonio de propósito exclusivo hace que, a criterio de las clasificadoras de riesgo, el riesgo de los instrumentos emitidos sea mayor. En la medida en que el patrimonio de propósitos exclusivo sigue ligado al originador, el riesgo de vinculación no desaparece.

Nuestro mercado ha sido receptivo a distintos procesos de titulización, en gran medida asociados a cuentas por cobrar en algunos casos con alta atomización y en otros no (caso de cuentas por cobrar a empresas de un mismo grupo económico o de titulización de alquileres con un único arrendatario). Lo cierto es que han predominado las titulizaciones de activos existentes a las de flujos futuros derivadas de servicios.

Es importante señalar que las personas jurídicas de derecho público, como es el caso de la Municipalidad de Lima, han participado con éxito como originadores en un proceso de titulización,

lo que podría marcar una línea a seguir por entidades de similar naturaleza.

Llama particularmente la atención el escaso desarrollo de operaciones de titulización de cartera hipotecaria, que en otros países han sido la principal fuente de operaciones de titulización. Es probable que la masa crítica o la falta de homogeneidad de las carteras materia de titulización sean la causa de ello. No obstante lo indicado, somos de la opinión que el crecimiento del país y el desarrollo del Programa Mivivienda van a hacer que finalmente se lleven a cabo estas operaciones. La operación de titulización hipotecaria tiene sus propias características y está definitivamente sustentada en la calidad de cartera crediticia que deberá guardar cuando menos un *loan to value* adecuado o *income to payment* aceptable y que deberá llevarnos a una uniformización de los criterios de colocación de crédito hipotecario que, más adelante, podrían permitir titulizaciones con carteras originadas por más de una entidad financiera.

En conclusión, nos queda un largo camino en el que seguramente se materializarán más operaciones de titulización de activos y, por ello, es conveniente siempre tener las bases sólidas para con creatividad impulsar su desarrollo.