

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ**  
**ESCUELA DE POSGRADO**



**PONTIFICIA**  
**UNIVERSIDAD**  
**CATÓLICA**  
**DEL PERÚ**

**LOS FIDEICOMISOS DE TITULIZACIÓN PRIVADA COMO MECANISMO  
PARA EL FRAUDE A LOS ACREEDORES**

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE  
MAGÍSTER EN DERECHO BANCARIO Y FINANCIERO**

**AUTOR**

**Claudio César Cruces Larco**

**ASESOR**

**Omar Darío Gutiérrez Ochoa**

**Setiembre, 2018**

## RESUMEN EJECUTIVO

La titulización de activos es un mecanismo de financiamiento fuera de balance a través de la transformación de activos ilíquidos (o poco líquidos) en activos muy líquidos, el cual constituye una alternativa a las fuentes de financiamiento más tradicionales. Sin embargo, la excesiva protección otorgada por la regulación de mercado de valores vigente, ha permitido que dicha figura sea utilizada a encubrir ciertos negocios y blindar determinados bienes, originando situaciones de fraude en perjuicio de terceros. El presente documento busca: (i) brindar una breve presentación respecto de la aparición y esencia de la figura de la titulización de activos, (ii) exponer las diversas acepciones teóricas de la titulización de activos, así como el concepto recogido por la normativa vigente, (iii) explicar los aspectos distintivos presentes en los procesos de titulización de activos, (iv) explicar el régimen vigente de protección a los inversionistas de los valores emitidos en virtud de los procesos de titulización de activos, así como el razonamiento y justificación detrás de dicha protección, (v) evidenciar cómo el artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores otorga una protección excesiva a los inversionistas en titulaciones privadas, en comparación con la protección al adquirente de buena fe regulada en la normativa civil (vi) demostrar a través de la presentación de determinadas estructuras que, en la práctica, el fideicomiso de titulización privada, al amparo del artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores, viene siendo utilizado para dotar de protección a determinados activos, desnaturalizando la figura de la titulización y evitando que terceros adecuadamente legitimados (acreedores del Originador) puedan ejercer sus derechos en contra de tales activos, y (vii) presentar algunas modificaciones normativas esenciales y determinados lineamientos que deberán ser implementados con la finalidad que otorgue una protección suficiente y adecuada a los inversionistas en titulaciones privadas, sin ocasionar perjuicio a los acreedores de los Originadores.

## INDICE

	<b>Pág.</b>
Resumen Ejecutivo	i
Índice	ii
1. Inicio de la Titulización de Activos.	1
2. Acepciones y concepción normativa de la Titulización de Activos.	4
3. Aspectos relevantes de la Titulización de Activos.	11
3.1. Participantes del proceso de Titulización de Activos.	11
3.2. Elementos, concepto integral y etapas de la Titulización de Activos.	20
3.3. Condiciones y objetivos de la Titulización de Activos.	26
3.3.1. Condiciones para la Titulización de Activos.	26
3.3.2. Objetivos de la Titulización de Activos.	30
4. La excesiva protección a los inversionistas de los valores emitidos como resultado de la Titulización Privada permite que sea utilizada para defraudar acreedores.	35
4.1. La protección a los inversionistas en virtud del marco normativo.	35
4.1.1. La protección a los inversionistas de valores mobiliarios emitidos mediante oferta pública.	36
4.1.2. La protección a los inversionistas de valores mobiliarios emitidos mediante oferta privada.	38
4.2. El Fraude a los Acreedores.	40
4.3. La utilización de la Titulización de Activos para fines distintos a la obtención de financiamiento.	41
5. Conclusiones y Propuesta de Lineamientos Normativos.	50
6. Referencias Bibliográficas.	55

## 1. INICIOS DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

En la actualidad, las referencias a la denominada titulización de activos vienen siendo utilizadas cada vez con mayor frecuencia en el mundo de las finanzas, el derecho y los negocios en general. Sin embargo, son pocas las personas (incluyendo profesionales) que manejan adecuadamente el concepto, la estructura, la finalidad y las restricciones normativas aplicables a los procesos de titulización de activos. Los de menor comprensión de la figura llegan hasta a confundirlo con la fiducia bancaria con la sola diferencia de una emisión de valores mobiliarios posterior o simultánea al acto constitutivo.

A pesar las acepciones erróneas bastante difundidas en el mercado, es necesario tener en claro que la titulización de activos es un mecanismo de financiamiento fuera de balance que implica la transformación de activos ilíquidos en activos líquidos, y constituye una alternativa a las fuentes de financiamiento más tradicionales. En ese sentido, tiene como principal finalidad la obtención de financiamiento o recursos por parte de un agente deficitario (denominado originador), a través de la transferencia de activos de su titularidad o propiedad a un patrimonio autónomo (fuera del balance y de la esfera patrimonial del originador) con cargo al cual se emitirán determinados valores mobiliarios (instrumentos de deuda o de participación) que serán adquiridos por los agentes superavitarios (denominados mayormente tenedores y obligacionistas).

La palabra titulización tiene su origen en la *securitization* anglosajona, es decir, la emisión de *securities* (U.S. Securities and Exchange Commission, 2016, Securities Act of 1993), en específico los denominados *asset-backed securities* o valores respaldados por activos. La palabra *securitization* apareció por primera vez en la columna del *Wall Street Journal* denominada *Heard on the Street* en el año 1977, en una entrevista realizada por Ann Monroe a Lewis S. Ranieri (Sarda S., 2005, pág. 83) respecto de la colocación por *Salomon Brothers* del primer valor emitido (por *Bank of America*) con cargo a un patrimonio autónomo conformado por una colección de créditos hipotecarios (*mortgage pass-through security*). A pesar que el término *securitization* no fue bien recibido en sus inicios por ser considerado como una palabra inexistente y sin referencia alguna en la realidad, siguió siendo utilizado por expertos en materia financiera y a la fecha

del presente texto constituye una de las modalidades de financiamiento (alternativas a las tradicionales) más utilizados en la actualidad a nivel mundial.

De acuerdo con Kendall (Kendall L., 1996), la historia de la *securitization* se origina en los años 70s, en Estados Unidos de América, cuando los créditos para vivienda se encontraban en cabeza de las cajas de ahorro y crédito; las cuales otorgaban los préstamos de los depósitos que recibían del público, a tasas fijas. Ese esquema funcionó hasta que, debido al crecimiento demográfico, la demanda por vivienda comenzó a crecer tremendamente a inicios de los 80s. Cabe señalar que el problema no era el costo del financiamiento hipotecario a ser otorgado por las cajas de ahorro y crédito, sino la falta de recursos para ser colocados vía créditos hipotecarios. Fue en ese escenario que *Wall Street*, buscando una frente alternativa de recursos, propuso utilizar los créditos hipotecarios como colaterales de bonos a largo plazo, de manera que las cajas de ahorro y crédito pudiesen obtener fondos para utilizarlos en sus operaciones de préstamos. Dichos valores fueron denominados “Bonos respaldados por Hipotecas” o “Bonos garantizados por Créditos Hipotecarios” (*mortgage-backed bonds*).

En tal sentido, la primera titulización fue llevada a cabo por *Freddie Mac* (*Federal Home Loan Mortgage Corporation*) y *Salomon Brothers* a partir del portafolio de créditos hipotecarios de la caja de ahorro y crédito *Perpetual Savings*, en Washington D.C.; y disminuyó la carga sobre las cajas de ahorro y crédito, al brindar un producto que podía ser vendido de manera pública a inversionistas nacionales con la finalidad de obtener recursos para ser colocados posteriormente. Desde la primera *securitization*, la estructura ha pasado por varias etapas de evolución. Si bien la *securitization* permitió la desintermediación por parte de las cajas de ahorro y crédito, y contaba con el apoyo de las agencias federales estadounidenses *Freddie Mac* y *Fannie Mae* (*Federal National Mortgage Association*), comenzó a presentar problemas de cara a su aceptación en el mercado por parte de los inversionistas.

Uno de los principales problemas que afectó a la titulización de activos en sus orígenes versaba sobre el plazo de maduración de los valores emitidos. En la medida en que la gran mayoría de créditos hipotecarios eran colocados a treinta años o más, los valores emitidos con cargo a la titulización debían ser emitidos también con vencimientos que calzaran con el de tales créditos hipotecarios.

Ahora bien, hay que tener en cuenta que en el mercado de capitales (sobre todo en el nacional), el número de inversionistas dispuesto a invertir en valores con vencimiento a treinta o más años, era y es hasta ahora bastante reducido (salvo por los fondos de pensiones). Adicionalmente, era necesario considerar que, si bien los *securities* presentaban vencimiento a treinta años, los créditos hipotecarios que conformaban el patrimonio autónomo que los respaldaba podían ser prepagados o incumplidos en cualquier momento, afectando el repago de los *securities*. Debido a que no había una metodología precisa y aceptada para determinar el plazo efectivo de los *securities*, resultaba extremadamente complicado establecer un precio para colocarlos en el mercado de capitales.

Se hizo necesario, entonces, desarrollar un método estandarizado para trasladar el rendimiento del valor al precio de colocación en el mercado. Frente a dicha necesidad se desarrolló la Fórmula *Ginnie Mae*, la cual asumía que no se efectuaría prepagos a los créditos hipotecarios durante los doce primeros años y que al primer día del año décimo tercero, todos los créditos se prepagarían. Sin embargo, no trataba de reflejar el rendimiento real de los valores, sino que simplemente fue utilizada por *Lehman Brothers*, *Salomon Brothers*, *Merrill Lynch* y otros para calcular precios y rendimientos sobre una base consistente. El no contar con un método que reflejara el rendimiento real de los valores ocasionó que, en la siguiente etapa de la evolución de la titulización, se hiciera necesario contar con una técnica para predecir de manera precisa el tiempo de vida promedio de un grupo de créditos hipotecarios. La siguiente innovación en el campo de las titulizaciones se produjo con la creación del CMO (*collateralized mortgage obligation*). En vez de apreciar al patrimonio conformado por los créditos hipotecarios como una simple colección de hipotecas a treinta años, el CMO los considera como series de flujos dinerarios anuales individualizados, por cada año dentro del periodo total de treinta años. El modelo utilizado por el CMO reconoce que los flujos dinerarios son más elevados en los primeros años del grupo, y que puede ser separados en diversos grupos con distintas fechas de vencimiento, que van desde uno a treinta años.

## 2. ACEPCIONES Y CONCEPCIÓN NORMATIVA DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Una vez que hemos realizado una breve introducción sobre la aparición de la figura de la titulización, pasaremos ahora a explicar el concepto detrás de la misma, el cual ha sido recogido principalmente por la doctrina legal y económica norteamericana y europea. La titulización o *securitization*, como su nombre lo indica, implica la conversión de activos en títulos, en valores. Se trata de un proceso de empaquetamiento y transformación de activos ilíquidos, en valores líquidos y comercializables en el mercado de capitales. Cabe indicar, que las obligaciones establecidas en los valores emitidos se encuentran respaldadas únicamente por los activos empaquetados antes indicados. Ahora bien, con la finalidad de ahondar en el concepto y antes de presentar una definición integrada, pasaremos a presentar acepciones de diversos autores respecto de la titulización de activos, las cuales hemos revisado para el desarrollo del presente artículo.

Al respecto, tenemos que para Leon T. Kendall (Kendall L. T., 1996) la *securitization* puede ser definida como el proceso de empaquetamiento de préstamos individuales y otros instrumentos de deuda, convirtiendo el paquete en un valor o valores, y mejorando su estado o calificación crediticia para promover su venta a una tercera parte inversionista; de tal manera que se termina por convertir préstamos individuales o instrumentos de deuda ilíquidos en valores líquidos y de fácil comercialización. Los nuevos instrumentos de deuda emitidos son denominados “valores respaldados por activos” (*asset-backed securities*) debido a que cada grupo de valores emitidos se encuentra respaldado por un colateral específico y no por la obligación general del originador de la titulización, de tal manera que dichos valores pueden valer por sí solos y realizar periódicamente el pago de intereses y principal a los inversionistas sin que el emisor se comprometa a proveer de recursos a los titulares de los valores (salvo por aquellos fondos que deriven de los derechos creados del patrimonio de propósito específico creado).

John Reed (Kothari V., 2006), por su parte, define a la *securitization* como la sustitución de mercados de capitales públicos más eficientes en vez de intermediarios financieros menos eficientes y más onerosos, en la creación de instrumentos de deuda. Desde una perspectiva distinta, Laurence D. Fink (Fink,

1996), advierte que reducida a su esencia, la titulización de activos realmente es una forma de arbitraje (*trading*). Fink agrega que la disección de los flujos dinerarios y los riesgos crediticios son una manera de acortar la brecha entre mercados de deuda menos eficientes y mercados de capitales más eficientes, y obtener beneficios de las diferencias que existen entre ellos.

Desde otro punto de vista, Hull (Hull, 1989, pág. 20) entiende la *securitization* como aquel mecanismo de consecución de recursos o flujos financieros en virtud de una emisión y colocación de valores o instrumentos negociables garantizados o repagados con cargo a flujos futuros de efectivo, derivados de determinados bienes o derechos con la capacidad de producir un retorno. En la misma línea, para Deacon (Deacon, 2000) la *securitization*: (i) se presenta como un proceso de conversión de recursos dinerarios generados por un activo subyacente o derechos de cobro que percibirá el originador de manera uniforme, lo que posibilitará la obtención de una financiación garantizada tales activos, en reemplazo de un préstamo o un mutuo dinerario, o un emisión de deuda corporativa ; y (ii) limita el repago de la emisión a la solvencia de los bienes y derechos que conforman el patrimonio autónomo y no a la del originador.

Dentro de la literatura hispanoamericana sobre el tema, destacan las definiciones de titulización esbozadas por Silvio Lisoprawski y Ernesto Eduardo Martorell. Para el primero de los autores antes indicados, la titulización se trata de “un rediseño, mediante el armado de paquetes, del flujo de caja que generan individualmente los activos reunidos con el propósito señalado” (Lisoprawsky, 1995). Martorell, por su lado, indica que la titulización de activos 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 (...). Es una fuente alternativa de financiación que permite la movilización de activos de los balances” (Martorell, 1996).

En el ámbito de la doctrina nacional, los pocos juristas que se han pronunciado sobre la titulización de activos, coinciden en que se trata de un mecanismo o alternativa de financiamiento que implica la transformación de activos poco líquidos o de baja rotación en instrumentos de deuda o de participación que serán negociados en el mercado de valores con la finalidad de obtener recursos. En ese sentido, Miguel G. Denegri Portela señala que “el concepto de una titulización de activos es sinónimo de financiamiento estructurado” (Denegri,



1997). En la misma línea, Denegri agrega que la titulización de activos se puede entender como “la transferencia de acciones o de instrumentos de deuda, que representan derechos de propiedad o de acreencia asegurados o respaldados por activos segregados del patrimonio del originador y generadores de un flujo de caja” en favor del titular de dichos activos y emisor de los valores antes indicados (Denegri, 1997).

Desde un punto de vista contable, Javier Benavides Gonzales –contador de la Universidad del Pacífico y participante en la Comisión que estructuró el Reglamento de Procesos de Titulización de Activos- propone que “el término titulización de activos no representa más que la conversión de un activo (o de un potencial activo) en un valor” (Benavides, 2000), y que dichos activos subyacentes deben necesariamente generadores de flujos de efectivo, por la naturaleza financiera de los valores. Benavides adiciona que la titulización de activos debe ser concebida como una mera “emisión de valores respaldada en los flujos dinerarios que genera o produce un grupo de activos que se encuentra separado en un vehículo apropiado para tal fin“(un fideicomiso de titulización u otra entidad autónoma que brinde similares fines, tal como una sociedad de propósito específico o restringido) (Benavides, 2000).

Jorge Lazo (Lazo, 2007), por su parte, sostiene que la titulización debe ser entendida desde dos perspectivas, una financiera y una jurídica. Respecto de la perspectiva financiera, Lazo indica que algunos definen la titulización de activos como el proceso de la unificación y empaquetamiento de préstamos o cuentas por cobrar, para su posterior transformación en valores mobiliarios (Lazo, 2007); mientras que, para otros, la titulación de activos es el mecanismo que busca hacer más rápido el ciclo del flujo de efectivo de un determinado negocio, para lo cual procederá con la agrupación de determinados activos para la creación de estructuras independientes y aisladas de riesgo, que presenten garantías suficientes a las fuentes de financiamiento, conseguidas mediante la emisión y colocación de títulos valores o participaciones (valores mobiliarios) con cargo a los flujos producidos por esos activos subyacentes (Lazo, 2007).

Por el lado de la perspectiva jurídica, Lazo advierte que la doctrina española define a la titulización de activos de la siguiente manera:

“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” (Lazo, 2007).

De ambas perspectivas, Lazo (Lazo, 2007) concluye concibiendo 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”.

Adicionalmente, y con la finalidad de clarificar aún más nuestro concepto de la titulización de activos en esta parte introductoria del artículo, presentamos algunas de las definiciones más importantes de titulización recogidas por Jorge Lazo (Lazo, 2007), las mismas que procedemos a mencionar a continuación. Así, debe entenderse por titulización de activos a:

- (i) La transformación de deuda ilíquida en títulos valores.
- (ii) 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.
- (iii) 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.

- (iv) El procedimiento de conversión de elementos del activo en instrumentos financieros aptos para permitir su ágil negociación en los mercados de capitales.
- (v) 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.
- (vi) 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.
- (vii) 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.

Por último, y con la finalidad de concluir el primer punto del presente artículo, debemos acotar que, la normativa nacional ha recogido la figura de la titulización de activos en la Ley de Mercado de Valores (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores) y en el Reglamento de Procesos de Titulización de Activos (Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos). Al respecto, el artículo 291° de la Ley de Mercado de Valores (Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, art. 291) describe la titulización de activos como se indica a continuación:

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

De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades

financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine Conasev<sup>1</sup> mediante norma de carácter general”.

Cabe precisar que la Ley de Mercado de Valores recoge dos modalidades bajo las cuales se manifiesta la titulización de activos: el fideicomiso de titulización – regulado en los artículos 301° al 323° de la referida norma- y la sociedad de propósito especial –cuya regulación se encuentra dispuesta en los artículos 324° al 332° de la misma ley. Ambas modalidades cuentan con definiciones legales expresas, las cuales presentamos a continuación:

“Artículo 301°.- En el fideicomiso de titulización, una persona denominada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y que respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario y las demás obligaciones que asuma conforme a lo previsto en el artículo 291. Únicamente las sociedades tituladoras a que se refiere el artículo siguiente, salvo los supuestos de excepción que establezca Conasev<sup>2</sup> mediante disposiciones de carácter general, pueden ejercer las funciones propias del fiduciario en los fideicomisos de titulización.

La sociedad tituladora, mediante acto unilateral, puede también constituir patrimonios fideicometidos. En virtud de dicho acto, la sociedad se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos para la constitución de un patrimonio fideicometido sujeto a su dominio fiduciario, reuniendo en tal supuesto, las calidades de fideicomitente y fiduciario. Dichos activos y los frutos y rentas que se deriven de ellos, no podrán regresar al patrimonio de la sociedad tituladora hasta que se hubiere cumplido con la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso, salvo que se hubiere pactado en modo distinto.

---

<sup>1</sup> A la fecha del presente documento, la referencia se entiende realizada a la Superintendencia de Mercado de Valores - SMV

<sup>2</sup> A la fecha del presente documento, la referencia se entiende realizada a la Superintendencia de Mercado de Valores - SMV

La sociedad titulizadora puede tener bajo su dominio a uno o más patrimonios fideicometidos”.

“Artículo 324°.- Son sociedades de propósito especial las sociedades anónimas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios, y cuyo objeto social limita su actividad a la adquisición de tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio”.

Para efectos del presente trabajo, es pertinente señalar que ambas modalidades de titulación de activos, recogidas por la normativa nacional, cuentan con determinada protección o blindaje respecto de la constitución del correspondiente patrimonio autónomo; lo que permite que, de cumplirse con determinadas condiciones y requerimientos legales, sean utilizadas con fines distintos a la obtención de financiamiento, entre ellos como mecanismos de defraudación de acreedores. Tal malversación de la figura constituye el tema de discusión del presente artículo y será abordado de manera suficiente en el cuarto punto del presente artículo. Adicionalmente, en dicho punto se buscará: (i) explicar el régimen de protección a los inversionistas de los valores emitidos en virtud de los procesos de titulación de activos, así como el razonamiento y justificación detrás de dicha protección, y (ii) evidenciar cómo el artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores otorga una protección excesiva a los inversionistas en titulaciones privadas, en comparación con la protección al adquirente de buena fe regulada en la normativa civil.

Adicionalmente, en el cuarto punto del presente documento se buscará:(i) demostrar a través de la presentación de determinadas estructuras que, en la práctica, el fideicomiso de titulación privada, al amparo del artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores, viene siendo utilizado para dotar de protección a determinados activos, desnaturalizando la figura de la titulación y evitando que terceros adecuadamente legitimados (acreedores del Originador) puedan ejercer sus derechos en contra de tales activos, y (ii) presentar algunas modificaciones normativas esenciales y determinados lineamientos que deberán ser implementados con la finalidad que otorgue una protección suficiente y adecuada a los inversionistas en titulaciones privadas, sin ocasionar perjuicio a los acreedores de los Originadores.

### 3. ASPECTOS RELEVANTES DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Antes de entrar a analizar cómo la protección a los inversionistas de valores emitidos como resultado de un proceso de titulización, recogida en la Ley de Mercado de Valores y en el Reglamento de Proceso de Titulización de Activos, conlleva la utilización de la misma para la defraudación de acreedores, y con la finalidad de contar con las herramientas para entender a cabalidad el análisis a ser efectuado, consideramos conveniente: (i) presentar y explicar los participantes en el proceso de titulización de activos, (ii) identificar los elementos básicos de la titulización de activos y presentar un concepto integral, así como detallar las etapas de dicha figura, en base a la información vertida en la parte introductoria del documento, que nos permita contar con las premisas básicas para desarrollar nuestro análisis, y (iii) explicar las condiciones y objetivos inherentes a la titulización, los cuales nos permitirán comprender la naturaleza y el interés recogido por dicha figura.

#### 3.1 PARTICIPANTES DEL PROCESO DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

Antes de ahondar en el concepto, elementos, características, condiciones y objetivos de la titulización de activos, resulta pertinente identificar y explicar brevemente los participantes en dicha figura, de manera que podamos desarrollar los aspectos antes indicados con propiedad y un entendimiento adecuado. Así, en base a nuestra experiencia en diversas operaciones de titulización y a la doctrina y regulación revisada a lo largo del presente documento, tenemos como participantes del proceso de titulización de activos a los siguientes: (i) el Originador, (ii) el Estructurador, (iii) el Servidor, (iv) el Vehículo de Propósito Específico o patrimonio autónomo, (v) la Sociedad Titulizadora, (vi) los Mejoradores Externos, (vii) las Agencias Clasificadoras de Riesgo, (viii) el Agente Colocador, y (ix) los Inversionistas.

##### - **El Originador**

El **Originador** o *Loan Originator* es quien inicia el proceso de empaquetamiento y transformación de los activos. Es el titular original de los activos ilíquidos que serán objeto de la titulización y serán transferidos al Vehículo de Propósito Específico (patrimonio

fideicometido o sociedad de propósito especial). Tales activos pueden haber sido originados por el propio originador o pueden haber sido adquiridos de terceros.

De conformidad con el literal d del artículo 292 de la Ley de Mercado de Valores “el Originador es la persona en interés de la cual se conforma un patrimonio de propósito exclusivo y que se obliga a transferir los activos que lo integrarán” (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 292).

- **El Estructurador**

El **Estructurador** o *Arranger* es el encargado de diseñar y establecer el esquema que se seguirá durante el proceso de titulización y la forma en que desarrollará la operación; determinando, entre otros aspectos, las garantías que se utilizarán, los términos y las condiciones de la emisión de los valores. Asimismo, es usual que el Estructurador participe en la colocación de tales instrumentos de deuda.

Debido a que las labores de estructuración en un proceso de titulización pueden ser asumidas por el Originador, Agente Colocador o la propia Sociedad Titulizadora, y no es necesaria la presencia de un tercero ajeno; ni la Ley de Mercado de Valores ni el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos recogen una definición de estructurador o entidad estructuradora.

- **El Servidor**

El **Servidor** o Administrador (*Servicer*) ejerce las funciones de un agente de recaudación y cobranza, por cuenta del Vehículo de Propósito Específico. Recolecta los recursos provenientes de los derechos de cobro que corresponden a los activos titulizados, y realiza funciones de seguimiento y evaluación del historial correspondiente a la materialización de tales recursos. Una vez recibidos los flujos dinerarios deberá remitirlos al Vehículo de

Propósito Específico, en calidad de nuevo titular o propietario de los activos titulizados.

Es usual que el mismo Originador desempeñe las funciones del Servidor, ya que es el Originador quien presenta mayor conocimiento respecto de los derechos de cobro vinculados a los activos titulizados. Ello es así debido a la evaluación propia realizada a la solvencia de tales deudores u obligados de los derechos de cobro, lo cual ocurre antes del acto constitutivo del Vehículo de Propósito Específico, al momento de generar directamente relaciones jurídicas con los mismos.

Cabe precisar que, de acuerdo con el literal g del artículo 292° de la Ley de Mercado de Valores, el Servidor es “la persona que ejecuta el cobro de las prestaciones relativas a los activos integrantes de un patrimonio de propósito exclusivo” (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 292). Adicionalmente, el artículo 300° de la misma norma (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 300) dispone que “el Servidor debe mantener en forma separada los activos y los documentos relativos a éstos que tenga en su poder en virtud del servicio prestado”, y que, en caso de disolución y liquidación del servidor “las entidades que tengan a su cargo la liquidación deberán de cuidar de entregar” los activos y documentos antes indicados al servidor sustituto “que se hubiera designado, de ser el caso, o a quien ejerza la titularidad del patrimonio de propósito exclusivo”.

#### - **El Vehículo de Propósito Específico**

El **Vehículo de Propósito Específico** (VPE) o *Special Purpose Vehicle* (SPV) (Thomson Reuters, 2018) es la entidad creada con el único objeto de adquirir los activos ilíquidos que se desean titular y emitir los valores de titulación que serán colocados a los inversionistas. Puede adoptar la figura de un patrimonio fideicometido administrado por una Sociedad Tituladora, o de una sociedad de propósito específico. Es a través de los Vehículos de Propósito Específico que el Originador se deslinda de los riesgos vinculados a



los activos titulizados. Cabe indicar, que el Vehículo de Propósito Específico es el responsable directo del cumplimiento total y oportuno, a favor de los inversionistas y frente a los mismos, de las obligaciones dinerarias contenidas en los instrumentos o valores emitidos como parte del proceso de titulación.

Así, según lo indicado en el literal e del artículo 292° de la Ley de Mercado de Valores, el “Patrimonio de propósito exclusivo (...) sirve de respaldo al pago de los derechos incorporados en valores mobiliarios emitidos en un proceso de titulación y demás obligaciones a que se refiere el artículo 291°” (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 292). Del mismo modo, el artículo 294° de la misma norma establece como patrimonios de propósito exclusivo aquellos a partir de los cuales puede desarrollarse la titulación de activos: “(a) los patrimonios fideicometidos, mediante fideicomisos de titulación, (b) los patrimonios de sociedades de propósito especial, y (c) otros que resulten idóneos, según establezca Conasev<sup>3</sup> mediante disposiciones de carácter general” (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 294).

#### **La Sociedad Titulizadora**

La **Sociedad Titulizadora** o Sociedad Gestora de Fideicomisos de Titulación se encarga de constituir el patrimonio fideicometido (en los fideicomisos de titulación) con los activos de lenta rotación que recibe del Originador. Adicionalmente, la Sociedad Titulizadora, en su rol de fiduciario, deberá verificar que se cumpla con lo establecido en el acto constitutivo del patrimonio fideicometido, especialmente lo relativo al pago, a favor de los Inversionistas, del rendimiento establecido en los valores mobiliarios emitidos con cargo al fideicomiso de titulación.

Según lo establecido en el artículo 302° de la Ley de Mercado de Valores, la Sociedad Titulizadora es “la sociedad anónima de

---

<sup>3</sup> A la fecha del presente documento, la referencia se entiende realizada a la Superintendencia de Mercado de Valores – SMV.

duración indefinida cuyo objeto exclusivo es desempeñar la función de fiduciario en procesos de titulización, pudiendo además dedicarse a la adquisición de activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos que respalden la emisión de valores” (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 302), que deberá contener en su denominación social la expresión “Sociedad Titulizadora”, y que, de manera excepcional podrá realizar otras actividades autorizadas por la Superintendencia de Mercado de Valores.

Del mismo modo, el artículo 306° de la norma antes indicada (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 306), señala como obligaciones adicionales de la Sociedad Titulizadora, las que se indican a continuación:

- “(a) Mantener los activos fideicometidos separados de los que integren su patrimonio y de los que corresponden a otros patrimonios fideicometidos.
- (b) Convocar a junta de fideicomisarios, cuando lo soliciten los que representen al menos la quinta parte de los derechos respaldados por el patrimonio fideicometido, o para solicitar instrucciones cuando así lo exijan las circunstancias.
- (c) Cumplir sus funciones de acuerdo con los términos establecidos en el acto constitutivo.
- (d) Elaborar estados financieros propios y de cada patrimonio bajo su administración, con la periodicidad y requisitos que establezca la Superintendencia de Mercado de Valores.
- (e) Las demás que establezca la Superintendencia de Mercado de Valores”.

- **Los Mejoradores Externos**

Los **Mejoradores Externos** de Riesgo (ya que también hay mejoradores internos de riesgo) son aquellos terceros que intervienen en el proceso de titulización de activos y asumen el rol de garantes financieros de los titulares de los valores emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico (Inversionistas), con la finalidad de reducir el riesgo de crédito de la titulización. Normalmente, los Mejoradores Externos son necesarios en caso los activos ilíquidos transferidos al Vehículo de Propósito Específico no reflejen un nivel adecuado de: (i) certidumbre de pago, o (ii) colateralización, que sean suficientes para obtener una clasificación de riesgo que resulte atractiva a los potenciales Inversionistas.

La labor de los Mejoradores Externos presenta una doble función en la titulización de activos (Denegri, 1997, pág. 68): (i) certifica la calidad de los activos transferidos al Vehículo de Propósito Específico durante la vigencia de los valores mobiliarios emitidos con cargo al mismo, y (ii) provee la liquidez necesaria a efecto de asegurar el pago total y oportuno de los rendimientos contenidos en los instrumentos antes señalados a favor de sus respectivos titulares o tenedores. Es justamente por estos roles, que los Mejoradores Externos deben ser terceros distintos y no el propio Originador, ya que de presentarse esta última situación, el Vehículo de Propósito Específico podría ser visto de manera consolidada con el Originador.

Dentro de la diversa gama de Mejoradores Externos, los más utilizados son los indicados a continuación: (a) Garantes Financieros, (b) Proveedores de Liquidez, (c) Gestores de Activos, y (d) Contrapartes en Derivados Financieros.

Es conveniente recalcar que, para el literal c del artículo 292° de la Ley de Mercado de Valores (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 292) es considerado como mejorador “la persona que otorgue garantías adicionales para el pago de los derechos que confieren los valores emitidos en virtud de procesos de titulización”.

## - **Las Agencias Clasificadoras de Riesgo**

Otro de los participantes en los procesos de titulización de activos son las **Agencias Clasificadoras de Riesgo** o *Rating Agencies*, las cuales brindan el servicio de calificación de los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico, mediante la valoración de la calidad de dichos valores como instrumentos de inversión. Para ello, las Agencias Clasificadoras de Riesgo tomarán en cuenta diversos criterios, no siempre vinculados netamente a aspectos financieros. Con la finalidad de presentar los resultados de las valoraciones realizadas las Agencias Clasificadoras de Riesgo emiten informes de clasificación de riesgo, mediante los cuales comunican al mercado la cantidad o nivel de riesgo que potencialmente representan los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico.

Cabe señalar que, de conformidad con lo establecido en el artículo 269° de la Ley de Mercado de Valores (Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, art. 269), la Agencia Clasificadora de Riesgo es aquella “persona jurídica que tiene por objeto exclusivo categorizar valores, pudiendo realizar actividades complementarias de acuerdo a las disposiciones de carácter general que establezca CONASEV<sup>4</sup>”. Del mismo modo, los requerimientos, restricciones, límites, impedimentos, composición, criterios, obligaciones, responsabilidad y el régimen de clasificación de riesgo, entre otros aspectos aplicables a las Agencias Clasificadoras de Riesgo, se encuentran detallados en los artículos 270° al 290° (Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, art. 270 al art. 290) de la Ley de Mercado de Valores; y en lo que se refiere a los procesos de titulización de activos, en los artículo 337° al 339° de la Ley de Mercado de Valores (Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, art. 337 al art. 339) y en los artículos 59° y 60° del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos (Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, art. 59 y art. 60).

---

<sup>4</sup> A la fecha del presente documento, la referencia se entiende realizada a la Superintendencia de Mercado de Valores – SMV.

## - **El Agente Colocador**

El **Agente Colocador** o *Underwriter* es el encargado de promover y colocar los valores emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Exclusivo, de acuerdo a los términos y condiciones establecidos en el denominado Contrato de Colocación o *Underwriting Agreement*. En virtud de dicho documento, el Agente Colocador es responsable de establecer el precio y comercializar u ofrecer los valores a los potenciales Inversionistas o interesados.

En la medida en que los Agentes Colocadores mantienen una estrecha relación con los inversionistas institucionales, pueden proveer de una lectura acertada de los valores mobiliarios y precios aceptados por el mercado de capitales. Adicionalmente, tienen conocimiento sustancial de los requerimientos legales que deben ser cumplidos al diseñar los valores mobiliarios a ser emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico, con el fin de ajustarse a las necesidades de los inversionistas institucionales, en caso sea éste el público objetivo.

El *Underwriting* puede presentarse bajo tres modalidades principales: (i) la denominada “mejores esfuerzos” o “*best efforts*”, (ii) la denominada “*Stand By*”, y (iii) la denominada “compromiso en firme”. En la modalidad de “mejores esfuerzos” el Agente Colocador no se obliga a comprar ninguno de los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico, para sí mismo; sino que únicamente cumplirá con realizar sus labores diligentemente con la finalidad de colocar a los potenciales Inversionistas la mayor cantidad de valores mobiliarios posible. En la modalidad de “*stand by*” el Agente Colocador asumirá la obligación de suscribir los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico que no haya conseguido colocar a los potenciales Inversionistas a través del mercado de capitales. Finalmente, en la modalidad de “compromiso en firme” el Agente Colocador se obliga a suscribir todos los valores de la emisión, asumiendo por su cuenta el riesgo de colocarlos a potenciales Inversionistas en un momento o etapa

posterior a la emisión y colocación inicial de los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico.

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 6° de la Ley de Mercado de Valores (Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, art. 6), la colocación es considerada como una de las actividades de intermediación de valores, por lo que los colocadores serán considerados como agentes de intermediación y le serán de aplicación los artículos 167° al 208° del referido cuerpo normativo (Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, art. 167 al art. 208), entre otros artículos, en lo que resulte pertinente.

#### - **Los Inversionistas**

Como los últimos participantes del proceso de titulización de activos que hemos mencionado inicialmente, tenemos a los **Inversionistas**. Los Inversionistas son las personas naturales o jurídicas que suscribe y adquieren los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico, con la finalidad de recibir el rendimiento correspondiente a dichos instrumentos de deuda, asumiendo así, el riesgo de crédito inherente al Vehículo de Propósito Específico antes indicado.

Los Inversionistas juegan un rol fundamental en el éxito de las emisiones de instrumentos de deuda (bonos o papeles comerciales) o de participación (certificados de participación) generados en virtud de las titulizaciones de activos, en la medida que dichos valores mobiliarios son estructurados para alcanzar los requerimientos y expectativas de rendimiento de los Inversionistas.

Los Inversionistas podrán suscribir y adquirir los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico, mediante una oferta pública o una oferta privada de tales instrumentos. En el caso de la oferta privada antes señalada, los Inversionistas únicamente podrán ostentar la condición de inversionistas institucionales, según lo indicado en el artículo 333° de la Ley de

Mercado de Valores (Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, art. 333).

### **3.2 ELEMENTOS, CONCEPTO INTEGRAL y ETAPAS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS**

Una vez debidamente identificados los participantes del proceso de titulización de activos, podemos pasar a revisar los elementos y etapas propias de dicho proceso. Como hemos podido apreciar, todas las definiciones indicadas en el punto 2 del presente artículo, independientemente que hayan sido elaboradas por autores estadounidenses, europeos o latinoamericanos (inclusive peruanos), así como el concepto de titulización recogido por la Ley de Mercado de Valores, presentan elementos comunes, los cuales procederemos a detallar a continuación con el objetivo de elaborar una definición completa que incluya dichos elementos:

#### **- Mecanismo de financiamiento**

La titulización de activos constituye una fuente de financiamiento en la medida en que permite a los Originadores obtener los recursos financieros de los que carecen y que les resultan necesarios para desarrollar sus actividades. Se trata de una alternativa al clásico financiamiento otorgado por las entidades del sistema financiero, ya que los recursos serán proporcionados de forma directa por los Inversionistas que suscriban y adquieran los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico. Puede decirse, entonces, que la titulización de activos es un mecanismo de financiamiento otorgado directamente por los Inversionistas, normalmente a través de los mercados de capitales, que faculta al Originador a externalizar bienes o derechos de cobro sobre flujos dinerarios futuros, para así obtener financiación.

#### **- Empaquetamiento y transformación**

La titulización de activos implica el empaquetamiento o agrupación de activos ilíquidos de titularidad o propiedad del Originador (que

requiere de los recursos y busca el financiamiento). Tales activos son transferidos a un patrimonio autónomo (Vehículo de Propósito Específico), el cual servirá de respaldo a los valores mobiliarios emitidos con cargo a dicho patrimonio. Es por ello que se habla de la transformación de los activos ilíquidos –que son aportados al patrimonio autónomo por el Originador- en activos líquidos conformados por los valores mobiliarios emitidos con cargo al patrimonio autónomo.

- **Activos ilíquidos o de lenta rotación**

Son los bienes y/o derechos de propiedad y/o titularidad del Originador, los mismos que –por sí solos- no pueden brindar al Originador de la liquidez requerida, y que por tanto serán transferidos al Vehículo de Propósito Específico con cargo al cual se emitirán los valores mobiliarios líquidos. Cabe indicar que dichos activos ilíquidos han de contar, necesariamente con la capacidad de generar flujos dinerarios (estables y predecibles en el tiempo) por sí solos para pagar a los Inversionistas los rendimientos correspondientes a los valores mobiliarios emitidos.

- **Emisión de valores respaldados por activos**

Los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico constituyen instrumentos líquidos y comercializables en los mercados de capitales (permitiendo el acceso inclusive a Inversionistas no interesados en financiar los activos ilíquidos originales). En la medida en que se trata de *asset-backed securities*, los instrumentos de deuda o de participación emitidos se encuentran respaldados única y exclusivamente por los bienes y/o derechos ilíquidos que conforman el Vehículo de Propósito Específico, no existiendo recurso contra el Originador (en principio y salvo que, según lo pactado en el acto constitutivo el Originador otorgue una garantía genérica y/o actúe como mejorador de la emisión) en caso de incumplimiento del pago a favor de los Inversionistas del retorno ofrecido en los valores mobiliarios emitidos. Cabe señalar que, normalmente, la emisión de los *asset-backed securities* se realiza



públicamente a través del mercado de capitales. Sin perjuicio de ello, también es posible realizar tales emisiones de manera privada, respetando las limitaciones establecidas en la Ley de Mercado de Valores para los Inversionistas que suscriban y adquieran los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico en virtud de una oferta privada.

- **Presencia de mejoradores**

La presencia de mejoradores en la titulización de activos es utilizada con la finalidad de hacer los valores mobiliarios emitidos más atractivos a los ojos de los Inversionistas, así como dotar a dichos instrumentos de mayor liquidez y facilidad de comercialización en el mercado de capitales. Se trata de otorgar garantías adicionales a las propias de los activos ilíquidos transferidos al Vehículo de Propósito Específico. Si bien no es un elemento constante y es posible encontrar titulaciones sin la presencia de mejoradores, en la actualidad, la gran mayoría de titulaciones cuenta con mejoradores de riesgo, destinados a captar Inversionistas con mayor facilidad.

- **Sustitución de intermediarios financieros por mercados de capitales**

Este elemento se encuentra estrechamente relacionado con la titulización de activos como mecanismo de financiamiento. En la medida en que el proceso de la titulización de activos presente las siguientes características, será preferida por los Originadores por encima del financiamiento bancario, o de otra modalidad de financiamiento con intermediarios financieros que cobren un *spread* o diferencial:

- (i) El valor de los *asset-backed securities* es determinado por el mercado (en algunos casos de manera diaria), mientras que la valuación en los préstamos bancarios es subjetiva y periódica a criterio de las entidades financieras.

El riesgo que representan los instrumentos de deuda o de participación emitidos en virtud de la titulización es evaluado por terceros (clasificadoras de riesgo y mejoradores) distintos al Originador y al Inversionista. En cambio, en los financiamientos bancarios el riesgo es evaluado por la propia entidad financiera que otorga la facilidad crediticia.

- (ii) El financiamiento obtenido mediante la emisión de *asset-backed securities* como parte del proceso de titulización genera, al Originador, menores costos operativos que el financiamiento bancario.
- (iii) Mientras que la oferta pública de los valores mobiliarios emitidos como resultado de un proceso de titulización, a través del mercado de capitales, permite el acceso a Inversionistas nacionales y globales; el financiamiento bancario es otorgado, en su mayoría, por instituciones financieras locales (sobre todo en aquellas situaciones en que el Originador no cuenta con un amplio y conveniente historial crediticio).
- (iv) El financiamiento otorgado por instituciones financieras presenta una terna limitada de términos y tasas aplicables. En cambio, para el caso de los valores mobiliarios emitidos en virtud de las titulaciones, dichos instrumentos presentarán diversos términos y tasas, los que serán determinados en gran medida por los requerimientos del mercado.
- (v) Mientras que los *asset-backed securities* resultan instrumentos líquidos, de fácil comercialización, los préstamos como tales constituyen activos ilíquidos. Esta es una ventaja de gran interés para aquellos Inversionistas que no busquen mantener una posición en largo respecto de financiamiento otorgado al Originador a través de la titulización.

Luego de explicar cada uno de los elementos comunes que hemos encontrado presentes en las definiciones anglosajonas de *securitization*, la acepción hispanoamericana y peruana de la figura de la titulización y el

concepto recogido por la Ley de Mercado de Valores; a nuestro parecer, la titulización de activos debe ser entendida como **un mecanismo de financiamiento otorgado por los Inversionistas -sin la intervención de intermediarios financieros tradicionales o que generen costos adicionales-, que implica la transferencia por parte del Originador de activos (bienes y/o derechos) ilíquidos con capacidad de generar flujos dinerarios autónomos (mayormente empaquetados o agrupados) a un Vehículo de Propósito Específico (patrimonio autónomo), y la consecuente emisión de valores (líquidos) con cargo exclusivamente a dicho vehículo, ya sea de manera privada o pública (a través del mercado de capitales). Cabe señalar que el proceso de titulización podrá contar con la presencia de mejoradores destinados incrementar la clasificación de riesgo y hacer los valores más atractivos a los Inversionistas.**

Ahora bien, respecto de las etapas propias del proceso de titulización de activos, de la revisión de las definiciones presentadas en el punto 2 del presente artículo y de la regulación nacional aplicable, consideramos que es posible dividir el proceso de titulización de activos en tres (3) fases principales: (i) la transferencia de los activos ilíquidos a la Sociedad Titulizadora, (ii) la estructuración financiera o constitución del Vehículo de Propósito Específico, (iii) la emisión de los valores mobiliarios con cargo al Vehículo de Propósito Específico, las cuales pasaremos a explicar a continuación;

- **Transferencia de Activos Líquidos a la Sociedad Titulizadora**

La **transferencia de los activos ilíquidos** por parte del Originador será total y sin condiciones, sin garantías de ninguna clase por parte de del Originador (salvo pacto en contrario establecido en el acto constitutivo), a favor de la Sociedad Titulizadora (para la posterior constitución del patrimonio fideicometido) o sociedad de propósito específico. En calidad de contraprestación por la transferencia de los activos, el Originador recibirá los flujos dinerarios recaudados por Vehículo de Propósito Específico, derivados de la emisión de los valores mobiliarios, así como las comisiones o retribuciones por

servicios adicionales prestados dentro del proceso de la titulización, tales como el servicio de cobranza.

Cabe precisar que, la transferencia antes indicada se encuentra recogida en el artículo 296° de la Ley de Mercado de Valores (Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, art. 296) (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, pág. art. 296), el cual señala que “la transferencia de activos a los patrimonios de propósito exclusivo o a las sociedades tituladoras, o la transferencia inversa, se efectúa a través de los actos jurídicos que corresponda de acuerdo a su naturaleza”.

- **Estructuración Financiera o constitución del Vehículo de Propósito Específico**

En la fase de **estructuración financiera**, los activos ilíquidos transferidos por el Originador constituyen un patrimonio fideicometido o una sociedad de propósito específico. Con dichos activos se desarrolla una operación de ingeniería financiera (que incluye el agrupamiento y transformación de los activos), de manera que los flujos dinerarios correspondientes a los derechos de cobro inherentes a los activos ilíquidos, sean suficientes para cumplir con el pago de los rendimientos ofrecidos en los valores mobiliarios a emitirse, con cargo al patrimonio fideicometido o a la sociedad de propósito específico –según corresponda.

- **Emisión de Valores Mobiliarios**

La última etapa del proceso de titulización de activos la constituye la **emisión de los valores mobiliarios**. Los rendimientos ofrecidos a los inversionistas en virtud de los valores antes indicados, constituyen el pasivo del Vehículo de Propósito Específico. Cabe indicar que, a efecto de atender los gastos de estructuración financiera, emisión de los valores mobiliarios, así como reforzar el cumplimiento de las obligaciones contenidas en los *asset-backed securities*, se podrá contar con los denominados mejoradores crediticios.

### **3.3 CONDICIONES Y OBJETIVOS DE LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS**

Como tercer elemento del punto 3 del presente artículo, antes de entrar al análisis del problema de la excesiva protección brindada por la titulización de activos de acuerdo a lo señalado en el punto 4 del presente documento, consideramos pertinente abordar las condiciones y objetivos que hemos identificados como propios respecto del proceso de titulización de activos. Así, pasaremos a desarrollarlos a continuación:

#### **3.3.1 Condiciones para la Titulización de Activos**

Ahora que, a lo largo del presente documento, ya hemos analizado el concepto de la titulización de activos y sus elementos, las fases del proceso de titulización y los participantes en dicho proceso, consideramos conveniente abordar las condiciones que son requeridas para que pueda producirse la titulización de activos de manera exitosa. Dentro de dichas condiciones podemos distinguir aquellas vinculadas al proceso y estructura de la titulización de activos, y aquellas relacionadas intrínsecamente a las características de los bienes y/o derechos a ser titulizados.

Respecto de las condiciones relativas al proceso y estructura de la titulización de activos, de conformidad con Leon T. Kendall (Kendall L. T., 1996), son siete (7) los requisitos básicos para que la titulización se lleve a cabo de manera exitosa: (i) activos y contratos estandarizados, (ii) clasificación del riesgo, (iii) información estadística histórica, (iv) estandarización de las leyes aplicables, (v) estandarización de la calidad del Servidor, (vi) suministro confiable de Mejoradores crediticios de calidad, y (vii) tecnología para manejar análisis complejos.

- i. La estandarización de los activos (de lenta rotación), y los respectivos instrumentos que los originan, otorga a todos los participantes del proceso de titulización, la seguridad que los activos existen de tal manera que permitan al Vehículo de

Propósito Específico cumplir con las obligaciones contraídas en virtud de la emisión de valores mobiliarios.

- ii. La evaluación y clasificación del riesgo por agentes profesionales (utilizando estándares predeterminados) permite verificar que los activos y colaterales existen y provee a los potenciales Inversionistas de la revisión de contingencias requerida para adoptar una decisión de inversión concienzuda.
- iii. El historial de información estadística respecto del comportamiento de los activos titulizados permite a los potenciales Inversionistas someter a los activos a diversas evaluaciones (*stress tests*) para determinar cómo responderán frente a diversas situaciones adversas.
- iv. La estandarización de normativa aplicable a los procesos de titulación de activos permite a los potenciales Inversionistas reconocer que sus derechos serán manejados de manera uniforme, lo cual es crucial para obtener liquidez de los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico, fijar los precios de los mismos y comercializarlos con facilidad.
- v. La estandarización de la calidad del Servidor es crucial para el éxito de la titulaciones, debido a que la insolvencia de los servidores de cobranza o el traslado de las carteras cobradas a otro servidor, no deberá exponer a los Inversionistas a pérdidas o retraso respecto de la recepción de los rendimientos correspondientes a los valores mobiliarios emitidos.
- vi. Los Mejoradores crediticios de calidad son requeridos por su importancia en la estructura de la titulación. Ello debido a que, de conformidad con el método de análisis del “eslabón más débil” o *weakest link*, utilizado por las Agencias Clasificadoras de Riesgo, la calificación otorgada a instrumentos de deuda o de participación emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico no puede ser superior a la calificación del eslabón

más débil de la operación, la cual es usualmente la correspondiente al Mejorador crediticio.

- vii. La tecnología para manejar análisis complejos es necesaria para modelar las estructuras de las titulaciones, para realizar seguimiento a los flujos dinerarios y para revisar detalladamente los elementos de las transacciones, con periodicidad diaria y mensual.

Adicionalmente a los requisitos para la titulación establecidos por Kendall, Laurence D. Fink (Fink, 1996) sostiene que, para el caso de los Inversionistas institucionales, es necesario cumplir con las siguientes condiciones: (i) cambios en las facultades de inversión de los Inversionistas institucionales (fondos de pensiones en específico) establecidas en la normativa aplicable, y (ii) cambios en la acepción de los Inversionistas respecto de las titulaciones de activos.

Respecto de las características que deben presentar los bienes y/o derechos (de lenta rotación) a ser titulados, de la revisión de las propuestas formuladas por Denegri (Denegri, 1997, pág. 67) y Lazo (Lazo, 2007, pág. 185), hemos considerado los siguientes como requisitos esenciales que deben estar presentes en dichos activos:

- i. Los activos a ser titulados deben contar con la capacidad de generar flujos dinerarios determinables y predecibles objetivamente (mediante cálculos matemáticos), permitiendo, de esta manera esbozar un cronograma de pagos de los valores mobiliarios a ser emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico. Implica, entonces, que los activos de lenta rotación deben ser capaces de originar recursos de manera regular y predecible en el tiempo.
- ii. Se debe contar con la mayor cantidad de información sobre los deudores cedidos y los activos a ser titulados, a efecto que:  
(a) el Vehículo de Propósito Específico y el Servidor puedan cobrarlos sin complicación ni limitación alguna, (b) Inversionistas, Mejoradores y Agentes Clasificadores

encuentren su labor dentro del proceso de titulización menos complicada, debido a los menores costos para obtener la información, y (c) el Vehículo de Propósito Específico consiga calcular de manera precisa el rendimiento a ofrecer en los valores mobiliarios emitidos con cargo al mismo.

- iii. Los activos de lenta rotación a ser transferidos al Vehículo de Propósito Específico (así como los derechos de cobro correspondientes a los mismos) deben considerarse homogéneos, contar con un bajo historial de siniestralidad y presentar rendimientos o retornos mayores al ofrecido en virtud de los valores mobiliarios emitidos.
- iv. El Vehículo de Propósito Específico debe estar conformado por bienes y/o derechos que generen flujos dinerarios o recursos suficientes para atender oportunamente el pago de principal e intereses (para instrumentos de deuda) o utilidad (para instrumentos de participación) ofrecidos en virtud de los valores mobiliarios emitidos, ocasionando así el calce o concordancia temporal entre los recursos obtenidos de los activos a ser titulizados y los recursos a ser desembolsados para cubrir el rendimiento de los instrumentos colocados a los Inversionistas.
- v. Debe evitarse que los activos a ser titulizados presenten costos de recuperación elevados, lo que usualmente ocurre cuando dichos activos están conformados por cuentas por cobrar que representan cantidades pequeñas.
- vi. Los activos a ser titulizados deben mantener un bajo nivel de riesgo al interior de la titulización, lo cual puede ser conseguido con una cobertura adecuada a través de activos colaterales y Mejoradores externos.

Sin perjuicio de aquellos requisitos que hemos señalado y que consideramos como esenciales, la normativa peruana aplicable resulta mucho menos restrictiva respecto de los activos plausibles de ser titulizados. Al respecto el artículo 295° de la Ley de Mercado de



Valores señala que “con el objeto de integrar patrimonios de propósito exclusivo, pueden ser transferidos todos aquellos activos y la esperanza incierta que hace referencia el artículo 1409 del Código Civil, sobre los que su titular pueda disponer libremente” (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 295) (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, pág. art. 295). En el mismo sentido, el artículo 5° del Reglamento de Procesos de Titulización de Activos (Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, art. 5) precisa, como únicos activos no susceptibles de ser titulizados, cuando la emisión de los valores con cargo al Vehículo de Propósito Específico se realice por oferta pública en el territorio nacional, a los activos embargados o sujetos a litigio (salvo los bienes embargados o sujetos a litigio en procesos iniciados por el propio Originador).

### **3.3.2 Objetivos de la titulización de activos**

Adicionalmente a la obtención de financiamiento por parte de los Inversionistas, es correcto señalar que la titulización de activos persigue diversos objetivos. De la revisión de los textos elaborados por Benavides (Benavides, 2000, págs. 126-129), Lazo (Lazo, 2007, págs. 191-192), Díaz (Díaz, 2002, págs. 354-369) y Alcázar (Alcázar, 1997, págs. 300-301), hemos podido identificar como objetivos propios de la titulización de activos los siguientes: (i) la remoción de activos y el financiamiento asociado a los mismos, (ii) la reducción de costos de financiamiento, (iii) el acceso a mayor cantidad y diversidad de inversionistas, (iv) el acceso a fuentes alternativas de financiamiento, (v) la equiparación de activos y pasivos financieros, (vi) la obtención de *spread*, y (vii) la profundización en el mercado de capitales.

#### **i. La remoción de activos y el financiamiento asociado a los mismos**

La titulización de activos hace posible la separación de determinados bienes y/o derechos y su financiamiento respecto del Originador (propietario o titular original de tales activos),

con lo que se consigue la remoción de tales activos de los estados financieros y esfera patrimonial del Originador.

La remoción de activos, a su vez, deviene en otros dos beneficios para el Originador: (a) la reorientación del capital propio, y (b) el mejoramiento de indicadores financieros. La **reorientación del capital** permite destinar dicho recurso a actividades del negocio del Originador necesitadas de financiamiento, conllevando de esta manera una mayor y mejor oferta de bienes y servicios a los consumidores. El **mejoramiento de indicadores financieros**, en cambio, se logra debido a que la disgregación de los activos que requieren financiamiento permite un mejor equilibrio entre los acreedores, sus plazos y garantías asociadas, acarreando políticas de endeudamiento más beneficiosas para el Originador. Cabe indicar que el principal indicador financiero mejorado es el ratio de liquidez del Originador, debido a la transferencia de activos de lenta rotación y la obtención de flujos dinerarios.

## ii. **La reducción de los costos de financiamiento**

La inversión en los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico representa un riesgo más acotado como resultado de la separación de los activos del patrimonio del Originador. Ello es así debido a que la titulización de activos permite conceder a los Inversionistas: (i) garantías de pago superiores, (ii) la separación de flujos dinerarios del Originador (que presenta otros riesgos por las actividades económicas que realiza), (iii) la separación del riesgo de insolvencia del Originador, para que no afecte los valores mobiliarios emitidos, y (iv) mayores facilidades para liquidar el Vehículo de Propósito Específico en caso fuese requerido por haber ocurrido un incumplimiento en el pago oportuno del rendimiento ofrecido por los valores mobiliarios emitidos con cargo al patrimonio fideicometido o sociedad de propósito especial –según corresponda. Al obtener la percepción de menor riesgo por parte de los Inversionistas, es

posible conseguir que éstos exijan una menor rentabilidad, la cual se verá reflejada en los valores mobiliarios ofrecidos.

Adicionalmente, en virtud de la titulización, el Originador accederá directamente a los mercados de capitales, sin necesidad de utilizar los intermediarios financieros tradicionales que cobran una comisión o spread por la actividad de intermediación, reduciendo así los costos de la transacción. Debe considerarse también que aquellas empresas pequeñas que no tuviesen acceso al mercado de capitales podrán agrupar sus activos con otras empresas, de manera que consigan un volumen significativo para ofrecer y colocar sus valores en el mercado de capitales, iniciando así su historial de operaciones en dicho mercado.

### **iii. El acceso a mayor cantidad y diversidad de Inversionistas**

En virtud de la titulización de activos y a través del mercado de capitales, el Originador podrá llegar a varias clases de Inversionistas, con intereses diversos y pertenecientes a distintos segmentos del mercado, evitando así el atiborramiento de tales segmentos y el consiguiente incremento en el costo del financiamiento.

El acceso a mayor cantidad y diversidad de Inversionistas se debe, en gran parte, a la reducción del riesgo presentado al mercado. La titulización de activos permite la reducción del riesgo a través de los mecanismos de cobertura (mejoradores externos e internos, transferencia de los activos a un patrimonio autónomo, entre otros), por lo que hace posible valores mobiliarios de menor riesgo y mayor rendimiento que los que corresponderían a los activos de lenta rotación (o al Originador) antes de la titulización.

Cabe señalar que, el denominado riesgo país también puede ser reducido mediante la titulización de activos. A través de una titulización de derechos de cobro correspondientes a

exportaciones, es posible la emisión de instrumentos de deuda o de participación con riesgo país disminuido y la colocación en mercados de capitales internacionales de los valores mobiliarios emitidos como resultado del proceso de titulización.

#### **iv. El acceso a fuentes alternativas de financiamiento**

Mediante la oferta de valores mobiliarios líquidos, con alta capacidad de pago y tasas de rendimiento superiores a las ofrecidas por intermediarios financieros clásicos, emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico (y en consecuencia respaldados por el mismo de manera exclusiva), se abren las puertas a Inversionistas que, bajo otro escenario, no estarían dispuestos a otorgar fondos al Originador directamente.

La titulización de activos permite, así, que determinados activos del Originador se financien por sí solos, al traspasar los derechos de cobro (correspondientes a los activos antes indicados) al Vehículo de Propósito Específico con cargo al cual se emitirán los valores mobiliarios que serán adquiridos por los Inversionistas; aligerando así la carga del Originador de financiar sus actividades y en específico el costo financiero correspondiente a los activos transferidos al patrimonio fideicometido o a la sociedad de propósito especial.

#### **v. Equiparación entre activos y pasivos financieros**

La titulización de activos permite al Originador equiparar el vencimiento de los valores mobiliarios emitidos con cargo a Vehículo de Propósito Específico con el vencimiento de las acreencias correspondientes a los derechos de cobro que conforman los activos de lenta rotación a ser titulizados, evitando que el Originador corra el riesgo de no poder cumplir oportunamente con el pago de sus pasivos financieros.

Para que la equiparación entre activos y pasivos financieros sea posible, la emisión de los valores mobiliarios producto del

proceso de titulización debe presentar características similares a la recaudación de los flujos dinerarios derivados de los derechos de cobro de los activos del Originador a ser transferidos al Vehículo de Propósito Específico. Para ello se recomienda que los activos ilíquidos antes indicados sean agrupados teniendo en cuenta presencia de términos y condiciones homólogos.

#### **vi. Profundización en el mercado de capitales**

La cantidad de instrumentos de deuda y/o de participación emitidos y negociados en los mercados de capitales se verá incrementado a causa de la implementación y desarrollo de la titulización de activos; situación que traerá consigo mayores posibilidades de inversión en valores mobiliarios seguros y rentables por parte de los Inversionistas.

Ahora que ya hemos revisado los participantes, elementos básicos, concepto integral, etapas, condiciones y objetivos del proceso de titulización de activos, contamos con las herramientas suficientes para desarrollar el análisis de problema a ser discutido en el punto 4 del presente artículo: la excesiva protección a los inversionistas de valores emitidos en virtud de procesos de titulización privada y su utilización para el fraude de los acreedores. En tal sentido, procederemos con el análisis antes indicado.

#### 4. LA EXCESIVA PROTECCIÓN A LOS INVERSIONISTAS DE LOS VALORES EMITIDOS COMO RESULTADO DE LA TITULIZACIÓN PRIVADA PERMITE QUE SEA UTILIZADA PARA DEFRAUDAR ACREEDORES

##### 4.1 La Protección a los Inversionistas en virtud del marco normativo

De conformidad con el artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores, **no es posible “declararse la nulidad por simulación, la anulación, ni la ineficacia por fraude del acto** por el cual una o más personas naturales o jurídicas constituyen un patrimonio de propósito exclusivo y de obligan a transferir activos para que se incorporen en dicho patrimonio, cuando pudiera derivar en un perjuicio para quienes hubieren suscrito o adquirido los valores por oferta pública, o que, habiéndolos **suscrito o adquirido en virtud de una negociación privada, hubieren obrado de buena fe y pudieran sufrir un perjuicio”** (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 298).

Adicionalmente, el artículo 7° del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos (Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, art. 7) sostiene que debido a la **función de financiamiento** inherente a los procesos de titulización de activos, lo dispuesto en el artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores aplica únicamente cuando los valores mobiliarios hayan sido **colocados o transferidos a título oneroso** a los inversionistas (bonistas o tenedores de valores mobiliarios).

Apreciamos así, que en virtud del artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores y el artículo 7° del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, nuestro ordenamiento otorga una protección casi absoluta al acto constitutivo de un patrimonio o Vehículo de Propósito Exclusivo (sea este un fideicomiso de titulización o una sociedad de propósito especial) en caso se haya producido cualquiera de los siguientes supuestos: (i) que los terceros (Inversionistas) hayan adquirido o suscrito los valores mobiliarios que el Vehículo de Propósito Específico haya emitido en virtud de una oferta pública, y que la nulidad, anulación o ineficacia del acto constitutivo pueda generar un perjuicio a dichos terceros, o (ii) que los terceros hayan adquirido o suscrito los valores mobiliarios que el Vehículo de Propósito Específico haya emitido en virtud de una oferta privada, que tales terceros

hubiesen actuado de buena fe, y que la nulidad, anulación o ineficacia del acto constitutivo pueda generar un perjuicio a dichos terceros. En ambos supuestos, para que la protección al Inversionista se configure, la transferencia o colocación de los valores mobiliarios antes señalados deberá ser realizada a título oneroso, no cabiendo la posibilidad de una transacción a título gratuito.

Ahora bien, la lógica detrás de la protección establecida para cada supuesto es distinta, ya que, en el primer supuesto las razones están enfocadas en los inconvenientes que ocasionaría a la seguridad jurídica el retrotraer los efectos de una operación que ha sido realizada de manera bursátil, mientras que en el segundo supuesto la protección se otorga al inversionista por considerarse que no debe verse perjudicado al haber obrado de buena fe. Pasaremos a explicar lo antes señalado en los párrafos siguientes.

#### **4.1.1 Primer Supuesto del artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores: La protección a los inversionistas de valores mobiliarios emitidos mediante oferta pública.**

En el primer escenario de protección recogido en el artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores, debemos considerar que, a diferencia del segundo escenario, la protección al tercero inversionista no es el único motivo para blindar el acto constitutivo del Vehículo de Propósito Específico. Están presentes también consideraciones para mantener la predictibilidad del sistema del mercado de valores y la seguridad del Inversionista respecto del marco normativo aplicable a las inversiones que realice y a los recursos que destine para concretar las mismas.

En ese mismo sentido, el artículo 115° de la Ley de Mercado de Valores contempla el Principio de Irrevindicabilidad (Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, art. 115), el cual señala lo siguiente:

“Artículo 115°.- Irrevindicabilidad

Son irrevindicables los valores que se negocien en los mecanismos centralizados regidos por esta ley<sup>5</sup>.

Ello no exime al agente de intermediación que intervino en la operación de la responsabilidad por el incumplimiento de las obligaciones que le conciernen”.

Cabe precisar que dicho artículo prima, por el Principio de Especialidad recogido en el ordenamiento jurídico peruano, sobre las disposiciones de carácter general establecidas en el artículo 927° del Código Civil (Código Civil, art. 927) aplicables a la acción reivindicatoria. Se entiende por acción reivindicatoria “el derecho del propietario de recurrir a la justicia reclamando el objeto de su propiedad y evitando la intromisión de un tercero ajeno” (Cas. No. 3034-01-Arequipa).

El artículo 115° antes señalado, el cual versa sobre la irrevindicabilidad de las operaciones en mecanismos centralizados de negociación (entre ellos, la Bolsa de Valores de Lima), busca dotar de predictibilidad y seguridad a las transacciones de valores mobiliarios efectuadas en el Mercado de Valores peruano, a tal punto que impide que los instrumentos que hayan sido negociados o transados a través de este medio, sean restituidos a favor del titular inicial o transferente, aún en casos en que tal transferente no haya contado con un legítimo derecho de propiedad sobre tales valores o con facultades suficientes para disponer o realizar operaciones o transacciones con los valores mobiliarios antes indicados.

Resulta pertinente señalar que, la irrevindicabilidad de los valores mobiliarios transados en mecanismos o plataformas centralizados de negociación, recoge los principios de Calidad de la Información, Publicidad y Transparencia de Mercado, establecidos en el Capítulo I de la Ley de Mercado de Valores (Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, art. 10 al art, 12).

---

<sup>5</sup> Por ley debe entenderse el Texto Único de la Ley de Mercado de Valores, aprobada mediante Decreto Legislativo No. 861.



#### **4.1.2 Segundo Supuesto del artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores: La protección a los inversionistas de valores mobiliarios emitidos mediante oferta privada.**

En el segundo supuesto regulado por el artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores, la realidad y las consideraciones a tener en cuenta por parte de la regulación son distintas a las del primer supuesto. Mientras que en el primer supuesto la suscripción o adquisición de los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico se da mediante oferta pública (en principio a través de la Bolsa de Valores de Lima u otro mecanismo centralizado de negociación que lo reemplace) –lo que implica que en cierta medida la transacción ya fue compartida con el mercado en general, y ello genera, a su vez, una infinidad de consecuencias en tiempo real-, en el segundo supuesto se trata de valores mobiliarios suscritos o adquiridos en virtud de una negociación entre privados (no abierta al público), por lo que no es suficiente razón el impacto que la ineficacia del acto constitutivo pueda generar en el mercado público de los valores mobiliarios.

En este segundo supuesto, se exige, sin embargo, la presencia de la buena fe en adquirente o suscriptor de los valores mobiliarios. La protección brindada a los inversionistas por el artículo 298° no responde a un perjuicio o potencial perjuicio a ser generado al mercado público de valores mobiliarios (en especial a la predictibilidad y seguridad de las operaciones), sino que parece equipararla a la protección otorgada al adquirente de buena fe en virtud de la normativa en materia civil aplicable en el ordenamiento peruano.

Respecto de tal protección, el Código Civil presenta dos disposiciones que debemos destacar: el artículo 194° y el artículo 197°. El artículo 194° establece la inoponibilidad de la simulación: “La simulación no puede ser opuesta por las partes ni por los terceros perjudicados **a quien de buena fe y a título oneroso haya adquirido derechos del titular aparente**” (Código Civil, art. 194) . Bajo la misma lógica, el artículo 197° dispone la protección al sub-

adquirente de buena fe de la siguiente manera: “La declaración de ineficacia del acto no perjudica **los derechos adquiridos a título oneroso por los terceros sub-adquirentes de buena fe**” (Código Civil, art. 197).

Como podemos apreciar, de conformidad con ambos artículos, la protección otorgada en favor del adquirente (o sub-adquirente, dependiendo del caso en específico) de buena fe, ocasiona que los derechos de éstos últimos (adquiridos en principio de quien no tiene legítimo derecho a transferirlos) prevalezcan sobre los derechos del propietario o titular legítimo, que se ha visto perjudicado por la actuación del transferente titular o propietario aparente; a pesar que la transacción se ha mantenido entre privados y no se ha configurado un impacto significativo en el mercado abierto al público en general.

Es importante recalcar que el supuesto de protección a los Inversionistas de valores mobiliarios emitidos mediante oferta privada requiere de la presencia de la buena fe en el adquirente o suscriptor de los valores, elemento que no es exigido para que se configure la protección a los inversionistas de valores emitidos mediante oferta pública. Asimismo, exige la posibilidad de materialización de un perjuicio –de conformidad con lo establecido en el artículo 299° de la Ley de Mercado de Valores- en contra del inversionista para que se configure la protección.

Ambos presupuestos denotan que la protección otorgada a los inversionistas de valores mobiliarios emitidos mediante oferta privada no se da por motivos de seguridad del mercado de capitales, sino que se rige por los mismos principios que la protección otorgada en materia civil al adquirente de buena fe. Al respecto, debemos tener en consideración que nuestro ordenamiento jurídico exige, para aquellos remedios establecidos para evitar o contrarrestar el fraude a los acreedores, que la falta de buena fe del tercero adquirente sea probada por quien pretende ejercer el remedio o acción correspondiente. Ello en la medida en que, es necesaria la ausencia de buena fe por parte del adquirente o contratante, para que proceda la acción en contra del fraude a los acreedores.

## 4.2 El Fraude a los Acreedores.

Para poder entender adecuadamente cómo funciona la utilización fraudulenta de la titulización de activos, primero es necesario tener en claro el concepto y configuración del denominado fraude a los acreedores.

Según Roca (Roca, 2011, pág. 53), “el fraude de los acreedores es un caso de lesión del derecho de crédito imputable al deudor en el que colabora un tercero. La intervención de éste tercero en la lesión del crédito le hace responsable frente al acreedor lesionado. Para que exista fraude a los acreedores no basta sólo con la conducta del deudor, si no que éste necesita la colaboración de un tercero (...)”. La acción pauliana o revocatoria, recogida en el artículo 195 de Código Civil, surge entonces como remedio para contrarrestar la situación de fraude antes indicada.

Al respecto, el artículo 195 del Código Civil (Código Civil, art. 195) dispone“

**"Artículo 195.-** El acreedor, aunque el crédito esté sujeto a condición o a plazo, puede pedir que se declaren ineficaces respecto de él los actos gratuitos del deudor por los que renuncie a derechos o con los que disminuya su patrimonio conocido y perjudiquen el cobro del crédito. Se presume la existencia de perjuicio cuando del acto del deudor resulta la imposibilidad de pagar íntegramente la prestación debida, o se dificulta la posibilidad de cobro.

Tratándose de acto a título oneroso deben concurrir, además, los siguientes requisitos:

1. Si el crédito es anterior al acto de disminución patrimonial, que el tercero haya tenido conocimiento del perjuicio a los derechos del acreedor o que, según las circunstancias, haya estado en razonable situación de conocer o de no ignorarlos y el perjuicio eventual de los mismos.
2. Si el acto cuya ineficacia se solicita fuera anterior al surgimiento del crédito, que el deudor y el tercero lo hubiesen

celebrado con el propósito de perjudicar la satisfacción del crédito del futuro acreedor. Se presume dicha intención en el deudor cuando ha dispuesto de bienes de cuya existencia había informado por escrito al futuro acreedor. Se presume la intención del tercero cuando conocía o estaba en aptitud de conocer el futuro crédito y que el deudor carece de otros bienes registrados.

Incumbe al acreedor la prueba sobre la existencia del crédito y, en su caso, la concurrencia de los requisitos indicados en los incisos 1 y 2 de este artículo. Corresponde al deudor y al tercero la carga de la prueba sobre la inexistencia del perjuicio, o sobre la existencia de bienes libres suficientes para garantizar la satisfacción del crédito”.

Del mismo modo autores como Alarcón (Alarcón, 1999, pág. 42) sostienen que “la acción pauliana es el recurso concedido por la ley a los acreedores para revocar aquellos actos del deudor que al ser realizados con el designio de sustraer su patrimonio a la acción de los mismos, coloca a éstos en la imposibilidad de hacer efectivo su derecho”. Para Alarcón, se trata de una “acción personal y rescisoria”, no de una acción “real ni de nulidad”.

#### **4.3 La utilización de la titulización de activos para fines distintos a la obtención de financiamiento-liquidez.**

La titulización de activos es, en esencia, un mecanismo para la obtención de financiamiento-liquidez fuera del balance del originador, a través de la emisión de valores mobiliarios con cargo al patrimonio fideicomitado conformado por bienes o derechos (en principio capaces de generar los recursos suficientes para el repago de los valores emitidos) transferidos por el originador a dicho patrimonio. A cambio, el originador recibe los flujos dinerarios derivados de la colocación de los valores mobiliarios, obteniendo así el financiamiento y liquidez que necesita.

Sin embargo, a pesar del reconocimiento, por la regulación extranjera y la doctrina nacional y extranjera, de la naturaleza de financiamiento (fuera del

balance) como un elemento inherente y esencial a la titulización de activos; a la fecha, la legislación nacional aplicable al mercado de valores no ha recogido la naturaleza y la presencia de financiamiento (y la consecuente obtención de liquidez) como una de las exigencias necesarias para que el proceso de titulización de activos sea válido (en específico, la transferencia de los bienes o derechos al patrimonio fideicometido). La única referencia al financiamiento inherente a todo proceso de titulización de activos se encuentra recogida en el artículo 7° del Reglamento de Procesos de Titulización de Activos, la cual resulta insuficiente.

Sin perjuicio que un esquema de titulización constituya en la realidad una operación de financiamiento –que es para lo que fue concebida desde sus orígenes, tal como lo hemos explicado en el presente documento- el artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores -siempre que se cumpla con determinados requisitos- impide la nulidad o ineficacia del proceso de titulización realizado, y por tanto de la transferencia de los bienes y/o derechos a ser titulizados al Vehículo de Propósito Específico. Dicho escenario, permite que los efectos de la transferencia de determinados activos a un Vehículo de Propósito Específicos permanezcan vigentes en el tiempo, a pesar que la estructura nunca haya sido utilizado como un mecanismo de financiamiento destinado a la obtención de liquidez –y por tanto nunca hayan entrado recursos al patrimonio del Originador-, lo que permite que dicha estructura sea utilizada como una alternativa sofisticada para el fraude a los acreedores del Originador.

Como podemos apreciar de la revisión del artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores y el artículo 7° del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, la normativa aplicable a la titulización de activos dota a dicha figura de una protección específica (a nuestro parecer excesiva) a los Inversionistas que, de buena fe, hayan suscrito o adquirido por vía privada, valores mobiliarios emitidos con cargo a un patrimonio de propósito exclusivo (constituido en virtud de un proceso de titulización de activos).

Tal protección se configura al impedirse la procedencia de cualquier acción de nulidad, simulación, anulación ni ineficacia del acto constitutivo del referido Vehículo de Propósito Específico, siempre que el inversionista

haya obrado de buena de buena fe y cualquiera de las acciones antes indicadas pudiera derivar en un perjuicio para éste. Adicionalmente, es necesario que los Inversionistas hayan adquirido o suscrito los valores emitidos a título oneroso.

Así, en la medida en que se cumpla de manera formal con todos y cada uno de los requisitos previamente señalados, por parte del Originador, de las Sociedad Titulizadora, del Vehículo de Propósito Específico y de los Inversionistas; la titulación de activos privada se encontrará blindada frente a cualquier clase de acción de nulidad o ineficacia antes indicadas, que pretenda cuestionar o dejar sin efecto la transferencia de los activos al Vehículo de Propósito Específico con cargo al cual han sido emitidos los valores mobiliarios de manera privada.

En la actualidad, tal protección casi absoluta -ideada razonablemente para: (i) proteger los intereses de los Inversionistas que hubiesen suscrito o adquirido, a través de una oferta pública, valores mobiliarios emitidos con cargo a un patrimonio autónomo constituido en virtud de un proceso de titulación de activos, y (ii) dotar de seguridad al mercado de capitales- viene siendo utilizada de manera fraudulenta para proteger o blindar activos de ciertos Originadores en perjuicio de sus acreedores. Ello, en gran medida, porque (i) los requisitos establecidos en la normativa aplicable, para que se configure la protección, resultan en su mayoría formales y sencillos de cumplir si se generan las circunstancias adecuadas, y (ii) la regulación establecida para los procesos de titulación de activos, en un intento loable de flexibilizar la figura y promover su utilización en el mercado peruano (en algunos casos respecto de funciones o estructuras propios de los fondos de inversión), ha dejado de recoger adecuadamente determinadas características, condiciones y objetivos propios de la titulación de activos –presentados a lo largo del punto 3 del presente documento-, los cuales, de estar respaldados por la legislación, podrían evitar la utilización de la titulación privada de activos como mecanismo de fraude a los acreedores.

Con la finalidad de exponer la mala utilización de la protección otorgada por los artículos 298° de la Ley de Mercado de Valores y el artículo 7° del Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos, pasaremos a

presentar algunas de las estructuras que, de nuestra revisión y experiencia en la materia, han sido utilizadas comúnmente para cumplir con los requisitos formales exigidos por la normativa aplicable para activa la protección de la titulización privada y de esta manera blindar determinados activos del Originador frente a cualquier recurso o cuestionamiento por parte de sus acreedores:

- **Estructura 1: La Emisión Suspendida**

Es la modalidad menos sofisticada de todas. En la estructura denominada Emisión Suspendida, el Originador celebra el acto constitutivo del Vehículo de Propósito Específico (sea a través de un contrato de fideicomiso de titulización o de la minuta de constitución de la correspondiente sociedad de propósito especial), en virtud del cual transfiere a dicho patrimonio autónomo los activos que desea retirar de su esfera patrimonial para evitar que sean atacados por determinados acreedores. Asimismo, en el acto constitutivo establecerá todos y cada uno de los términos y condiciones aplicables a la emisión de los valores mobiliarios de manera privada (la cual cumplirá a cabalidad con los requisitos formales establecidos en el marco normativo aplicable). Sin embargo, se colocará una cláusula que establezca una condición suspensiva respecto de los efectos del acto de emisión, el cual se producirá única y exclusivamente cuando el Originador lo comunique, de manera privada, a la sociedad titulizadora o a la sociedad de propósito especial, según corresponda.

Como ya hemos revisado a lo largo del presente artículo -y de conformidad con lo dispuesto en el artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores y el artículo 7° del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos- en el caso de los procesos de titulización con emisiones privadas la protección a los Inversionistas aplica cuando los mismos hayan adquirido o suscrito (de buena fe y a título oneroso) los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico, y la nulidad, anulación o ineficacia del acto constitutivo les pudiese ocasionar algún perjuicio. En ese sentido, podemos apreciar que, bajo la estructura de la emisión suspendida,

la protección a los inversionistas no se configura desde el momento de la constitución del Vehículo de Propósito Específico o de la transferencia al mismo de los activos a ser titulizados, sino que es necesaria una comunicación o instrucción adicional y posterior por parte del Originador para que se proceda con la emisión y colocación (onerosa) de los valores mobiliarios emitidos producto de la titulización de manera privada. Sin perjuicio de ello, al tratarse de una comunicación privada, la misma será remitida por el Originador a la sociedad titulizadora o a la sociedad titulizadora o a la sociedad de propósito especial (y a los inversionistas, de ser el caso), a su discreción y en cualquier momento, apenas vea amenazados los activos transferidos al Vehículo de Propósito Específico por parte de cualquier acreedor interesado.

Ahora bien, al no ser de aplicación la figura del periodo de sospecha –a diferencia de lo establecido en el artículo 245° de la Ley General del Sistema Financiero<sup>6</sup> (Ley General del Sistema Financiero, art. 245) para los fideicomisos bancarios, que no se rigen bajo los mismos lineamientos y finalidad de la titulización de activos- una vez que se proceda con la emisión, suscripción y colocación de los valores mobiliarios de manera privada, de acuerdo a lo requerido en la comunicación remitida por el Originador, la protección al Inversionista surtirá plenos efectos, por lo que no procederá acción de nulidad, anulabilidad o ineficacia alguna que cuestione el acto constitutivo del Vehículo de Propósito Específico y/o la transferencia al mismo de los activos a ser titulizados por parte del Originador.

## - **Estructura 2: La Emisión Mínima**

Esta segunda estructura se presenta cuando el valor total de los valores mobiliarios emitidos de manera privada con cargo al Vehículo de Propósito Específico se encuentra muy por debajo del valor de los

---

<sup>6</sup> Artículo 245°.- **ACCIÓN PARA ANULAR LA TRANSMISIÓN FIDEICOMISARIA.**

La acción para anular la transmisión fideicomisaria realizada en fraude de acreedores caduca a los seis (6) meses de publicado en el Diario Oficial, por tres (3) días consecutivos, un aviso que dé cuenta de la enajenación. En todo caso, esa caducidad opera a los dos (2) meses de la fecha en que el acreedor haya sido notificado personalmente de la constitución del fideicomiso.



activos transferidos por el Originador a dicho patrimonio autónomo, otorgando de esta manera una sobrecolateralización interna que resulta excesiva y fuera de propósito, en comparación con los ratios de cobertura usualmente ofrecidos para operaciones de similar naturaleza en el mercado.

A diferencia de la estructura de la Emisión Suspendida, en la presente estructura de la Emisión Mínima la constitución del Vehículo de Propósito Específico, la transferencia de los activos del Originador al mismo y la emisión de los valores mobiliarios de manera privada con cargo a dicho patrimonio autónomo, pueden darse de manera simultánea (o sucesiva en un periodo breve). En este escenario, la suscripción y/o adquisición de los valores mobiliarios por parte de los Inversionistas de buena fe –hecho que perfecciona la protección a los Inversionistas e impide la declaración de la nulidad, anulación o ineficacia por fraude del acto constitutivo del patrimonio autónomo– no está condicionada o sujeta a que el Originador, de manera posterior al acto constitutivo y mediante comunicación privada a la sociedad tituladora o a la sociedad de propósito especial, instruya proceder con la emisión de los instrumentos de deuda o de participación con cargo al Vehículo de Propósito Específico según los términos y condiciones del programa o emisión respectivos.

Como podemos observar, en el caso de la estructura de la Emisión Mínima, la efectividad del blindaje de los activos transferidos por el Originador al Vehículo de Propósito Específico no depende del cumplimiento de ninguna condición posterior al acto constitutivo o a la transferencia de los activos a titularse, sino que se produce desde la realización de los mismos y está amparada en la “sobrecolateralización interna” de la emisión de los valores mobiliarios, ya que la diferencia entre el valor de los valores emitidos y el valor de los activos que conforman el Vehículo de Propósito Específico suele sustentarse como un mejorador interno. Al respecto es pertinente señalar que tal sobrecolateralización resulta evidentemente atractiva para cualquier Inversionista de buena fe, quien se encontrará más que satisfecho respecto del valor de los activos que respaldarán su inversión y que serán ejecutados y

liquidados en caso de incumplimiento en el pago del rendimiento ofrecido en los valores mobiliarios emitidos.

- **Estructura 3: La Suscripción sin Cancelación del Precio**

En la estructura de la Suscripción sin Cancelación del Precio no es necesario optar por una emisión condicionada o una emisión sobrecolateralizada (tal como se ha mostrado en las estructuras 1 y 2 antes presentadas) que pudiesen despertar cualquier clase de suspicacia por parte de los acreedores del Originador, del mismo regulador del mercado de capitales o de cualquier autoridad competente. La emisión privada de los valores mobiliarios con cargo al Vehículo de Propósito Específico podrá darse de manera simultánea (o sucesiva en un periodo breve) con la constitución del mismo y la transferencia de los activos a titulizarse por parte del Originador a tal patrimonio autónomo. Así también, el valor total de los instrumentos, de deuda y/o de participación, emitidos podrá ser exactamente el mismo que el valor de los activos transferidos por el Originador al patrimonio autónomo o presentarse dentro de los ratios de cobertura estándares para el mercado.

En esta tercera estructura, la protección a los Inversionistas (y el consecuente blindaje que otorga a la constitución del Vehículo de Propósito Específico y a la transferencia de los activos del Originador al mismo) se activará desde un primer momento, con la emisión y suscripción privada de los valores mobiliarios a título oneroso. Sin embargo, en la parte correspondiente al respectivo contrato o acto de emisión de los valores mobiliarios se establecerán determinados términos y condiciones que permitirán que el precio de colocación de tales instrumentos de deuda y/o de participación no sea pagado por los Inversionistas en su totalidad contra la suscripción y adquisición de los mismos, o que el pago sea diferido excesivamente en el tiempo, con lo que no se pierde ni afecta formalmente el carácter oneroso de la transacción, en la medida en que está presente una contraprestación de carácter económico rea por la adquisición de los valores mobiliarios.

Cabe indicar que, no es posible sostener que el pago fraccionado o diferido es suficiente, por sí solo, para eliminar la buena fe del Inversionista, ya que desde un punto de vista económico, cualquier Inversionista preferirá siempre adquirir cualquier bien o servicio sin la necesidad de desembolsar o entregar sus recursos desde la adquisición del mismo, de manera que pueda destinarlos para otra finalidad que estime como más provechosa, sin perder los derechos o prerrogativas sobre el bien adquirido.

#### - **Estructura 4: La Emisión e Intercambio Privado de Instrumentos**

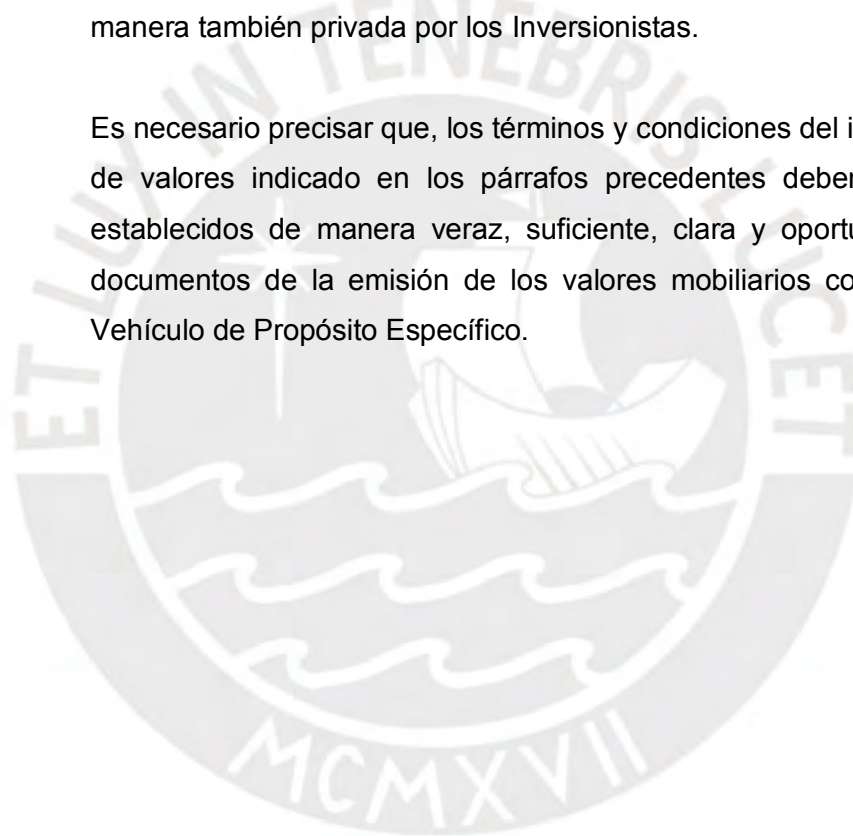
En la estructura de la Emisión e Intercambio Privado de Instrumentos se cumplen oportunamente con todos los requisitos formales para que surta plenos efectos la protección a los Inversionistas que suscriban o adquieran valores mobiliarios emitidos de manera privada con cargo a un Vehículo de Propósito Específico, recogida en el artículo 298° de la Ley de Mercado de Valores y en el artículo 7° del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos.

De la misma manera que en la estructura 3 antes comentada, la emisión de los valores mobiliarios puede darse en simultáneo con la celebración del acto constitutivo del patrimonio autónomo (fideicomiso de titulización o sociedad de propósito especial, según corresponda) y con la transferencia de los activos a titulizarse por parte del Originador a dicho patrimonio (o de manera sucesiva, en un periodo breve). Asimismo, el valor total de dichos valores emitidos puede ser igual o superior al valor de los activos transferidos por el Originador al Vehículo de Propósito Específico o presentarse dentro del ratio de cobertura razonable de acuerdo con el estándar del mercado.

Sin perjuicio de lo antes señalado, la presente estructura 4 difiere de la estructura de la Suscripción sin Cancelación del Precio en que el precio de suscripción o adquisición de los valores mobiliarios emitidos con cargo al Vehículo de Propósito Específico no queda impago, sino que es efectivamente cancelado, con lo que el Originador debería recibir los flujos dinerarios provenientes de la

cancelación del valor de colocación. No obstante, tal cancelación no se produce mediante el abono, transferencia o desembolso de dinero en efectivo, sino a través de la entrega, en dación en pago, de determinados instrumentos de deuda emitidos de manera Privada por los Inversionistas, los cuales deberán presentar un vencimiento más próximo en relación al de los valores mobiliarios emitidos con cargo al patrimonio fideicometido o a la sociedad de propósito especial –con lo que se estaría cumpliendo formalmente con la obtención de liquidez. De tal manera, se produce un intercambio entre los valores mobiliarios emitidos de manera privada con cargo al patrimonio autónomo y los instrumentos de deuda emitidos de manera también privada por los Inversionistas.

Es necesario precisar que, los términos y condiciones del intercambio de valores indicado en los párrafos precedentes deben aparecer establecidos de manera veraz, suficiente, clara y oportuna en los documentos de la emisión de los valores mobiliarios con cargo al Vehículo de Propósito Específico.



## 5. CONCLUSIONES Y PROPUESTA DE LINEAMIENTOS NORMATIVOS.

Para finalizar el presente artículo, de lo expuesto en el mismo, procederemos a presentar, a manera de conclusión las características cuya presencia debe considerarse esencial para que se entienda efectuado válidamente un proceso de titulización de activos, las cuales plasmaremos en unos breves lineamientos para ser recogidos en posteriores incorporaciones o modificaciones a Ley de Mercado de Valores y el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, a ser implementadas con la finalidad de reducir la utilización de la titulización privada como mecanismo de defraudación a los acreedores del Originador.

Tales características son las siguientes:

- La finalidad de financiamiento de la titulización de activos –atada estrechamente a la obtención de liquidez- debe estar expresamente reconocida en la regulación de mercado de valores. Tal financiamiento debe entenderse como la obtención efectiva de recursos dinerarios necesarios para que el Originador pueda desarrollar sus actividades y/o destinarlos de conformidad con lo establecido en el respectivo acto constitutivo del Vehículo de Propósito Específico. Los recursos antes señalados deberán ser proporcionados directamente por los Inversionistas que suscriban y/o adquieran los valores mobiliarios emitidos con cargo al patrimonio autónomo. En tal sentido, debe tratarse de una verdadera transformación de activos ilíquidos (aportados al Vehículo de Propósito Específico) en activos líquidos (dinero obtenido por el Originador para el destino específico o el desarrollo de sus actividades).
- Los activos ilíquidos a ser transferidos por el Originador al Vehículo de Propósito Específico deben contar con la capacidad de generar, por sí solos, los recursos suficientes para pagar a los Inversionistas el rendimiento ofrecido en los valores emitidos con cargo a dicho patrimonio autónomo. Los activos a ser titulizados deben ser capaces de generar flujos de manera regular y predecible en el tiempo.
- En la medida en que, la protección a los inversionistas que suscriban o adquieran -de manera privada- los valores mobiliarios emitidos con cargo a un Vehículo de Propósito Específico no obedece a salvaguardar la

seguridad del mercado de capitales (y se equipara más a la protección en materia civil al adquirente de buena fe), deben establecerse mecanismos que permitan reducir la protección casi absoluta de todos los activos que conforman el patrimonio fideicometido, siempre que se cumplan con los requisitos formales establecidos en la legislación aplicable - por ejemplo aquellos que permitan la persecución de los activos cuyo valor conjunto se encuentre muy por encima del monto de los valores emitidos, o que exijan y permitan comprobar el desembolso efectivo de recursos dinerarios por parte de los inversionistas (en virtud de la suscripción o adquisición de los valores mobiliarios emitidos por el patrimonio autónomo de manera privada).

Con la finalidad de incorporar tales características al marco regulatorio vigente, se proponen las siguientes modificaciones normativas:

- i. Modificar el artículo 291° de la Ley de Mercado de Valores, el cual quedará redactado de la siguiente manera:

“Artículo 291°.- Titulización es un mecanismo de financiamiento destinado a la obtención de liquidez, en virtud del cual: (i) el Originador constituye, bajo las modalidades y en cumplimiento de los requisitos establecidos en la presente ley, un patrimonio autónomo o Vehículo de Propósito Específico, y transfiere al mismo determinados bienes y/o derechos, de su propiedad o titularidad, que cuenten con la capacidad de generar flujos dinerarios autónomos, determinados y predecibles en el tiempo, y (ii) se procede con una emisión de valores mobiliarios con cargo a dicho Vehículo de Propósito Específico, ya sea de manera privada o pública.

De manera adicional a la finalidad de obtención de liquidez a través de un financiamiento de conformidad con lo dispuesto en el primer párrafo del presente artículo, el patrimonio autónomo o Vehículo de Propósito Específico puede ser utilizado para respaldar otras obligaciones contraídas, de acuerdo con los límites y condiciones que determine la Superintendencia de Mercado de Valores mediante norma de carácter general”.

- ii. Modificar el artículo 301° de la Ley de Mercado de Valores, el cual quedará redactado de la siguiente manera:

“Artículo 301°.- En el fideicomiso de titulización, una persona denominada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo— —con la finalidad de obtener recursos líquidos a través de un financiamiento otorgado a tal patrimonio autónomo-, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y que respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario y las demás obligaciones que asuma en cumplimiento a lo previsto en el artículo 291°. Únicamente las sociedades tituladoras a que se refiere el artículo siguiente, salvo los supuestos de excepción que establezca la Superintendencia de Mercado de Valores mediante disposiciones de carácter general, pueden ejercer las funciones propias del fiduciario en los fideicomisos de titulización.

La sociedad tituladora, mediante acto unilateral, puede también constituir patrimonios fideicometidos. En virtud de dicho acto, la sociedad se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos para la constitución de un patrimonio fideicometido sujeto a su dominio fiduciario, reuniendo en tal supuesto, las calidades de fideicomitente y fiduciario. Dichos activos y los frutos y rentas que se deriven de ellos, no podrán regresar al patrimonio de la sociedad tituladora hasta que se hubiere cumplido con la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso, salvo que se hubiere pactado en modo distinto.

La sociedad tituladora puede tener bajo su dominio a uno o más patrimonios fideicometidos”.

- iii. Modificar el artículo 324° de la Ley de Mercado de Valores, el cual quedará redactado de la siguiente manera:

“Artículo 324°.- Son sociedades de propósito especial las sociedades anónimas cuyo patrimonio se encuentra conformado esencialmente por activos crediticios, y cuyo objeto social limita su actividad a la adquisición

de tales activos y a la emisión y pago de valores mobiliarios respaldados con su patrimonio.

Las sociedades de propósito especial deberán ser constituidas respetando lo dispuesto por el artículo 291° de la presente Ley, así como la finalidad establecida para la titulización de activos de conformidad con dicho artículo”.

- iv. Modificar el literal d) del artículo 292° de la Ley de Mercado de Valores, el cual quedará redactado como se indica a continuación:

“d) Originador: La persona que por la titulización de activos con la finalidad de obtener recursos líquidos a través de un financiamiento, en interés de la cual se conforma un patrimonio autónomo o Vehículo de Propósito Específico, y que se obliga a transferir los activos que lo integrarán”.

- v. Incorporar los literales f) y g) al artículo 306° de la Ley de Mercado de Valores, los cuales quedarán redactados como se indica a continuación:

“f) Verificar que los procesos de titulización de activos en los que participe como fiduciario cumplan con lo establecido en el artículo 291° y demás de la presente Ley referidos a la titulización de activos.

g) Abstenerse de intervenir y reportar inmediatamente a la Superintendencia de Mercado de Valores, en caso que, con ocasión de sus funciones de fiduciario, estructurador o colocador, tuviese acceso a información que pudiera inducir a sospecha respecto de la utilización de la figura de la titulización para fines distintos a los establecidos en la presente Ley.”

- vi. Modificar el literal a) del artículo 308° de la Ley de Mercado de Valores, el cual quedará redactado de la siguiente manera:

“a) La finalidad para la cual se constituye el fideicomiso, la cual deberá respetar lo establecido en el artículo 291° de la presente Ley, y reflejar la finalidad de obtención de recursos líquidos a través de un financiamiento por parte del Originador.”



Por último, es conveniente precisar que, de manera adicional a las modificaciones normativas antes señaladas, resulta necesaria la implementación de los siguientes lineamientos:

- a. Establecer obligaciones de información y responsabilidades para las entidades que actúen como estructuradoras en los procesos de titulización que sea utilizados como mecanismos para la defraudación de los acreedores del Originador, presenten características o elementos similares a las estructuras presentadas en el numeral 4.3 del presente texto o no cumplan con lo establecido en las modificaciones normativas antes propuestas en el presente numeral 5.
- b. Establecer la obligación del Originador de incorporar como declaraciones en el acto constitutivo del Vehículo de Propósito Específico, determinada información sobre obligaciones pendientes de pago, el estado de las mismas, así como su situación financiera-patrimonial; con la finalidad de que sirva como un indicador para la SMV y los inversionistas, respecto de la posibilidad de defraudación de acreedores del Originador. Asimismo, deberán establecerse responsabilidades y sanciones para el Originador en caso tales declaraciones sean falsas o inexactas.
- c. Otorgar facultades de supervisión y fiscalización a la Superintendencia de Mercado de Valores respecto de todo el proceso de titulización privada de activos, en aquellos caso en que, de la revisión del acto constitutivo de titulización de activos (remitido por la Sociedad Titulizadora en el marco de la normativa aplicable), pudiera percatarse de: (i) la presencia de características o elementos similares a los de las estructuras presentadas en el numeral 4.3, y/o (ii) la falta de cumplimiento respecto de las modificaciones normativas propuestas en el presente numeral 5.

## REFERENCIAS

- Alarcón, Y. (1999). La acción pauliana. *Revista de Derecho Universidad del Norte* (12), 41-50.
- Alcázar, R. (1997). La titulización de activos en el Perú. *Ius Et Veritas* (15), 295-303.
- Benavides, J. (2000). Titulización de Activos en el Perú. *Themis Revista de Derecho* (40), 123-136.
- Cas. No. 3034-01 - Arequipa, Diario Oficial El Peruano, Lima.
- Catarineu, E. y. (s.f.). La Titulización de Activos por parte de las Entidades de Credito: el Modelo Español en el contexto internacional y su tratamiento desde el punto de vista de la regulación prudencial. *Banco de España: Estabilidad Financiera* (14), 88-121.
- Deacon, J. (2000). *Securitization: principles, markets and terms*. Hong Kong, China: Asia Law & Practice.
- Decreto Legislativo No. 295, Código Civil Peruano, Diario Oficial El Peruano, Lima.
- Decreto Legislativo No. 861, Texto Único Ordenado de la Ley de Mercado de Valores, Diario Oficial El Peruano, Lima.
- Denegri, M. G. (1997). La titulización de créditos hipotecarios. *Themis Revista de Derecho* (35), 65-70.
- Díaz, E. (2002). Diagnóstico y perspectivas de la titulización de activos en el Perú. *Derecho PUCP* (55), 351-379.
- Fink, L. D. (1996). The role of pension funds and other investors in securitized debt markets. En L. T. Kendall, *A primer on securitization* (pp. 1777). Massachusetts, Estados Unidos de América: Massachusetts Institute of Technology.
- Hull, E. (1989). The complete story on securitization of bank assets: part 1. *The journal of commercial bank lending* (Noviembre, parte 1), 217.
- Kendall, L. T. (1996). Securitization: a new era in american finance. En L. T. Kendall, *A primer on securitization* (pp. 1). Massachusetts, Estados Unidos de América: Massachusetts Institute of Technology.
- Kendall, L. T. (1996). *A primer on securitization*. Massachusetts, Estados Unidos de América: Massachusetts Institute of Technology.
- Kothari, V. (2006). *Securitization. The Financial Instrument of the Future*. Singapur: John Wiley & Sons (Asia) Pte Ltd.
- Lazo, J. (2007). Una visión general sobre la titulización de activos en el Perú. *Themis Revista de Derecho* (54), 177-203.

- Ley No. 26702, Texto Concordado de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Diario Oficial El Peruano, Lima.
- Lisoprawsky, S. y. (1995). *Fideicomiso. Dominio. Fiduciario. Securitización*. Buenos Aires, Argentina: Ed. Depalma.
- Martorell, E. (1996). *Contratos Bancarios*. Buenos Aires, Argentina: Ed. Depalma.
- Resolución Conasev No. 0001-1987, Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, Diario Oficial El Peruano, Lima.
- Roca, O. (2011). *Consideraciones jurídicas sobre la denominada acción pauliana. Nuevas perspectivas bajo un análisis funcional* (Tesis para optar el título profesional de abogado). Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Lima.
- Sarda, S. (2005). *La titulización de derechos de crédito futuros: propuesta de una metodología aplicada a los peajes de autopista*. (Tesis de doctorado). Universitat Rovira i Virgili. Departament de Gestió d'Empreses, España.
- Thomson Reuters (2018). Glossary. Reino Unido: *Thomson Reuters Practical Law*. Recuperado de <https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com>
- U.S. Securities and Exchange Commission (2016). Securities Act of 1933. Estados Unidos de América: *U.S. Securities and Exchange Commission*. Recuperado de <https://secsearch.sec.gov>.