

PONTIFICIA UNIVERSIDAD
CATÓLICA DEL PERÚ

FACULTAD DE DERECHO



Programa de Segunda Especialidad en Derecho Administrativo

*Fideicomisos de Titulización en el
Mercado de Valores Peruano:
Regulación, Oportunidades y el Camino hacia
la Inversión Inteligente*

Trabajo académico para optar el título de Segunda
Especialidad en Derecho Administrativo

Autor:

Diana Valeria Revoredo Loayza

Asesor:

Vicente Alberto Cairampoma Arroyo

Lima, 2024

Informe de Similitud

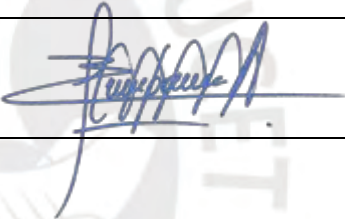
Yo, VICENTE ALBERTO CAIRAMPOMA ARROYO, docente de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú, asesor(a) del Trabajo Académico titulado “Fideicomisos de Titulización en el Mercado de Valores Peruano: Regulación, Oportunidades y el Camino hacia la Inversión Inteligente”, del autor(a) DIANA VALERIA REVOREDO LOAYZA, dejo constancia de lo siguiente:

- El mencionado documento tiene un índice de puntuación de similitud de 20%. Así lo consigna el reporte de similitud emitido por el software Turnitin el 10/12/2024.

- He revisado con detalle dicho reporte y el Trabajo Académico, y no se advierten indicios de plagio.

- Las citas a otros autores y sus respectivas referencias cumplen con las pautas académicas.

Lima, 11 de diciembre del 2024

VICENTE ALBERTO CAIRAMPOMA ARROYO	
DNI: 40139896	Firma: 
ORCID: https://orcid.org/0000-0002-9706-4910	

RESUMEN

El presente artículo analiza el mercado de valores en Perú, con un enfoque en el papel de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) como entidad reguladora de los fideicomisos de titulización. Este tipo de fideicomisos permite a las empresas movilizar activos y obtener financiamiento, mientras ofrece a los inversionistas oportunidades de retorno. La SMV, en su rol de policía administrativa, supervisa especialmente los fideicomisos de oferta pública, imponiendo normas de transparencia y reportes para proteger a los inversionistas, que a menudo carecen de la capacidad para evaluar riesgos complejos. Los fideicomisos de oferta privada, por otro lado, están dirigidos a inversionistas institucionales y están sujetos a menos requisitos de información, aunque la SMV mantiene la facultad de solicitar información si se considera necesario para evaluar la gestión de las sociedades fiduciarias.

El documento destaca los beneficios de los fideicomisos en términos de diversificación de riesgos y acceso al capital, pero también reconoce desafíos, como la limitada liquidez y transparencia en fideicomisos privados. La normativa vigente establece salvaguardas para proteger a los inversionistas, pero se sugiere una regulación más flexible y la implementación de herramientas adicionales, como una mayor transparencia en los fideicomisos de oferta privada y la creación de mecanismos para facilitar su liquidez.

Palabras clave

#Fideicomisos de titulización *#Mercado de valores en Perú*
#Protección de inversionistas *#Regulación financiera*
#Transparencia en inversiones *#Seguridad del mercado*

ABSTRACT

This academic Article analyzes the Peruvian securities market, focusing on the role of the Superintendence of Securities Market (SMV) as a regulatory entity overseeing securitization trusts. This type of trust enables companies to mobilize assets and obtain financing while offering investors opportunities for returns. In its administrative oversight role, the SMV primarily supervises public offer trusts, imposing transparency and reporting standards to protect investors who often lack the capacity to assess complex risks. Private offer trusts, on the other hand, target institutional investors and are subject to fewer disclosure requirements, although the SMV retains the authority to request information when necessary to evaluate the management of fiduciary entities.

The document highlights the benefits of trusts in terms of risk diversification and capital access but also acknowledges challenges such as limited liquidity and transparency in private trusts. Existing regulations establish safeguards to protect investors; however, the document suggests a more flexible regulatory approach and additional tools, including increased transparency for private offer trusts and the creation of mechanisms to facilitate their liquidity.

Keywords

#Securitization Trusts

#Stock Market in Peru

#Investor Protection

#Financial Regulation

#Investment Transparency

#Market Security

INDICE	
INTRODUCCIÓN	4
Sección I: Contexto del Mercado de Valores en Perú	5
1.1 Panorama actual del mercado de valores en Perú.....	5
1.2. Estructura y Participación del Mercado de Valores en Perú	6
1.3. El papel de los fideicomisos de titulización en el mercado peruano	8
1.3.1. Tipos de Fideicomiso de Titulización y Características Distintivas	10
1.3.2. Ventajas y Limitaciones de los Fideicomisos de Titulización en el Perú....	11
Sección II: Regulación Administrativa de los Fideicomisos de Titulización	12
2.1. Marco regulatorio de los fideicomisos de titulización en Perú	12
2.1.1. Rol de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV).....	14
2.1.1. Requisitos Normativos para la Constitución de un Fideicomiso de Titulización.	16
2.2. Diferencias entre fideicomisos de oferta pública y privada.....	18
Sección III: Protección de los Inversoristas en Fideicomisos de Titulización	21
3.1. Identificación de riesgos en los fideicomisos de oferta pública	21
3.2. Riesgos asociados a fideicomisos de oferta privada	24
3.3. Mecanismos de protección establecidos por la regulación peruana	26
Sección IV: Desafíos y Oportunidades en la Protección de los Inversoristas	29
4.1. Eficacia de las herramientas regulatorias en la protección de los inversoristas.....	30
4.2. Estrategias contractuales para mitigar riesgos en fideicomisos de titulización	31
4.3. Propuestas para mejorar la regulación y la seguridad de los inversoristas.....	32
BIBLIOGRAFÍA	38

INTRODUCCIÓN

Este artículo académico explora la regulación y supervisión de los fideicomisos de titulización en el mercado de valores peruano, centrándose en el papel de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) como entidad supervisora y su impacto en la protección de los inversionistas. Los fideicomisos de titulización permiten a las empresas transformar activos no líquidos en valores negociables, proporcionando así una fuente de financiamiento importante y diversificada.

La SMV, en su rol de policía administrativa, tiene la responsabilidad de supervisar las operaciones de los fideicomisos, especialmente aquellos destinados a la oferta pública, garantizando que cumplan con los requisitos de transparencia y responsabilidad. Esto es crucial para proteger a los inversionistas, quienes pueden carecer de experiencia para evaluar los riesgos asociados a estos instrumentos financieros.

A través de un análisis del marco normativo y los tipos de fideicomisos de titulización clasificados por el tipo de oferta de emisión de sus valores, oferta pública y privada, el artículo examina los beneficios y desafíos que presentan estas estructuras, como la liquidez y las barreras regulatorias. Además, plantea posibles mejoras regulatorias que podrían optimizar el equilibrio entre la seguridad para los inversionistas y la flexibilidad operativa para las empresas. Con esta revisión, se busca aportar una visión integral de la regulación de los fideicomisos de titulización en Perú y su evolución como parte del mercado de valores nacional.

Sección I: Contexto del Mercado de Valores en Perú

1.1 Panorama actual del mercado de valores en Perú

Según Pro inversión al 2023 el 22% de la inversión extranjera directa se realizó en el sector financiero, siendo el tercer sector que más canaliza la inversión extranjera, asimismo de acuerdo con el Reporte de Estabilidad Financiera a noviembre del 2024 el sector financiero de Perú ha demostrado un fortalecimiento notable, evidenciado por el aumento en el valor de los activos en el mercado de capitales y la mejora de los indicadores de riesgo crediticio y rentabilidad del sistema financiero, en un contexto internacional caracterizado por condiciones financieras más favorables en comparación con el año pasado, por ello es necesario analizar la regulación en este sector e identificar las oportunidades de mejora.

según el Grupo Bursátil Mexicano (2023) “El mercado de valores es el espacio físico o virtual de compra y venta de instrumentos financieros”, en esa línea, podemos decir que el mercado de valores es un sistema organizado donde se compran y venden instrumentos de inversión (instrumentos financieros) cuya función principal es conectar a los agentes superavitarios con los agentes deficitarios de forma que permite que los agentes deficitarios puedan captar recursos y los agentes superavitarios puedan canalizar el ahorro hacia la inversión.

De acuerdo con la Superintendencia del Mercado de Valores (2024) “al cierre de mayo del 2024, 16 empresas realizaron 24 colocaciones de instrumentos de deuda mediante OPP (Oferta Pública Primaria) logrando captar recursos por un monto total de US\$ 469.8 millones, cifra superior en 10.2% a la reportada en similar periodo del 2023”, en ese sentido es posible afirmar que el mercado de valores en Perú ha experimentado un desarrollo significativo en los últimos años, transformándose en un componente clave del sistema financiero del país.

El Mercado de Valores se encuentra bajo la supervisión de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), “organismo técnico especializado adscrito al Ministerio de Economía y Finanzas que tiene por finalidad velar por la protección de los inversionistas, la eficiencia y transparencia de los mercados bajo su supervisión, la correcta formación de precios y la difusión de toda la información necesaria para tales propósitos, a través de la regulación, supervisión y promoción”, según el Art. 1 del Decreto Ley N°26126, Ley Orgánica de la SMV. Para asegurar que el mercado funcione bajo estos principios, la SMV establece normas y directrices que regulan la emisión, negociación y administración de valores, incluyendo tanto los requisitos que deben cumplir los emisores como las obligaciones de transparencia e información al público. Este marco normativo busca que las operaciones en el mercado se realicen en un entorno de confianza y seguridad para los inversionistas.

Dentro de sus funciones como policía administrativa, la SMV, además de sus funciones regulatorias, ejerce una supervisión continua sobre las entidades participantes del mercado, como las sociedades agentes de bolsa, las sociedades tituladoras, los fideicomisos de titulización, entre otros, asegurándose de que cumplan con las normativas de solvencia y transparencia. Esta supervisión es esencial para proteger los intereses de los inversionistas y mantener un mercado ordenado.

1.2. Estructura y Participación del Mercado de Valores en Perú

La estructura del mercado de valores peruano es relativamente sencilla y se encuentra conformada por el mercado primario y el mercado secundario, de acuerdo con Payet (1996) “El término mercado de valores abarca tanto los mercados para la distribución de nuevos valores al público como los mercados para la negociación de valores ya emitidos. El primero es conocido como mercado primario y el segundo como mercado secundario”.

Asimismo, el mercado de valores peruano se divide en tres segmentos principales: el mercado de renta fija, el de renta variable y el de instrumentos derivados. De acuerdo con Guitierrez y Munárriz (N/A) la mayor parte de la actividad se concentra en el mercado de renta fija, representado principalmente por emisiones de bonos corporativos o titulizados, instrumentos del gobierno y papeles comerciales. La participación en el mercado de renta variable ha crecido, aunque sigue limitada en comparación con los países vecinos como Chile o Colombia. Parte de esta limitación se atribuye a la concentración en pocos emisores y a una participación restringida de inversionistas minoristas.

Los actores clave en el mercado de valores en Perú incluyen no solo a la Bolsa de Valores de Lima (BVL) y a la SMV, sino también a los denominados “inversionistas institucionales”, los cuales se encuentran enlistados de forma taxativa en el Anexo 1 Resolución SMV N°021-2013-SMV/01. Estos sujetos son considerados experimentados en el mundo de las inversiones, por eso, la norma exige que cuenten con un mínimo de capital y de inversiones en su portafolio para ser clasificados como tales, este monto mínimo se revisa y actualiza cada año mediante una circular de la SMV.

Los denominados inversionistas institucionales al 2024, de acuerdo con la Circular N°014-2024-SMV/11.1, son los bancos y demás empresas señaladas en el Art. 16 de la Ley N°26702 y sus modificatorias, las entidades del exterior que desarrollen actividades similares a las antes mencionadas, las entidades prestadoras de salud a las que se refiere la Ley de Modernización de la Seguridad Social en Salud, Ley N°26790, las personas jurídicas de derecho privado o de derecho público que tengan como una de sus actividades la inversión en valores que cuenten con un portafolio de inversión en valores superior a S/2'439,000.00 (dos millones cuatrocientos treinta y nueve mil Soles), los fondos y patrimonios autónomos administrados por las personas señaladas en los numerales anteriores con un portafolio superior a S/975,997.00 (novecientos setenta y cinco mil novecientos noventa y siete Soles), y las personas naturales que cuenten con un patrimonio superior a S/4'879,985.00

(cuatro millones ochocientos setenta y nueve mil novecientos ochenta y cinco Soles) y un portafolio de inversiones superior a S/2'439,993.00 (dos millones cuatrocientos treinta y nueve mil novecientos noventa y tres Soles), lo que demuestra que para ser un inversionista institucional se tiene que cumplir con determinados parámetros bastante rígidos. Sin embargo, uno de los desafíos actuales es diversificar la base de inversionistas y atraer tanto a inversionistas minoristas como a extranjeros, con el objetivo de profundizar el mercado.

1.3. El papel de los fideicomisos de titulización en el mercado peruano

En el contexto peruano, los fideicomisos de titulización representan un mecanismo financiero de creciente relevancia para empresas e inversionistas. Estas estructuras permiten a las empresas transformar activos no líquidos como inmuebles y flujos futuros en liquidez inmediata a través de instrumentos negociables en el mercado de valores, tales como bonos titulizados (renta fija) o certificados de participación (renta variable), facilitando el acceso a capital y ofreciendo una alternativa de inversión diversificada.

De acuerdo con Benavides, el fideicomiso, figura clave para la titulización de activos, fue creado en Inglaterra como una forma de proteger los bienes de confiscaciones en tiempos de guerra y persecuciones políticas. Originalmente, permitía a organizaciones religiosas transferir sus propiedades a personas de confianza que las administraban en beneficio de quienes realmente se quería favorecer. En la actualidad, muchas empresas utilizan el fideicomiso para transferir sus activos y obtener adelantos de dinero, los cuales están respaldados por estos activos o por nuevos activos que se generen en el futuro. En una operación de titulización de activos, esta transferencia de derechos, hecha mediante un contrato de fideicomiso, designa a los tenedores de los valores, emitidos con cargo al patrimonio fideicometido, como beneficiarios, y se completa una vez que se han entregado todos los beneficios pactados a dichos beneficiarios (2000, p.125).

En otras palabras, el fideicomiso ha demostrado ser una herramienta versátil y fundamental en la gestión y protección de activos. Originado como una respuesta a necesidades históricas de seguridad patrimonial, su adaptación al mundo financiero actual permite a las empresas obtener financiamiento al transferir activos bajo una estructura confiable, lo cual facilita la obtención de recursos, y asegura la protección y distribución de beneficios a los inversionistas, consolidando al fideicomiso como una figura clave en las operaciones de titulización de activos.

Para Schwarcz, si se quiere obtener financiamiento mediante una securitización¹, una empresa identifica ciertos activos, como sus cuentas por cobrar, que representan derechos de pago futuros. La empresa, conocida como "originador", transfiere estos activos a un Vehículo de Propósito Especial (VPE), que puede ser un fideicomiso u otra entidad independiente, con el fin de proteger los activos del riesgo de quiebra del originador. El VPE, estructurado con una administración distinta e independiente de la del originador, se diseña de manera que sea "remoto de quiebra", es decir, sus operaciones están protegidas de posibles efectos negativos de una quiebra del originador. Este VPE también suele contar con directores independientes y cumplir formalidades que aseguren su autonomía, protegiéndolo de reclamaciones externas o de la posibilidad de que se consoliden sus activos con los del originador en caso de quiebra (2000, p.114-115).

En síntesis, podemos decir que un fideicomiso de titulización es una figura jurídica mediante la cual el fideicomitente u originador transfiere un conjunto de activos de su propiedad a un patrimonio autónomo (Fideicomiso) administrado por una entidad fiduciaria, este patrimonio se convierte en un respaldo de valores emitidos en el mercado, los cuales pueden ser adquiridos por inversionistas. En

¹ Anglismo para hacer referencia al "*securitization trust*", en palabras de Benavides "es el proceso mediante el cual se convierte en título algo que no lo es. De igual manera, en cada país recibe este mecanismo un término que se adecúa al mercado. De ese modo escuchamos securitización (México), titularización (Colombia y Argentina) y titulización (España)"(2000, p.124). Para Schwarcz "Securitización es un neologismo que puede ser entendido como el proceso por el cual una expectativa de pago se convierte en un título negociable" (2000, p.113).

Perú, estos fideicomisos han sido regulados por la SMV a través del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, Resolución CONASEV N°00001-1997.

La evolución de los fideicomisos de titulización en Perú ha seguido un curso de crecimiento moderado, pero constante. A medida que las empresas y los inversionistas han comprendido los beneficios de esta herramienta, su utilización se ha expandido, principalmente en sectores como infraestructura, inmobiliario, financiero y de consumo. La posibilidad de titularizar flujos de ingresos estables y diversificados ha permitido a diversas empresas captar recursos significativos, ampliando sus capacidades de inversión y mejorando sus estructuras de financiamiento.

1.3.1. Tipos de Fideicomiso de Titulización y Características Distintivas

Existen dos tipos principales de fideicomisos de titulización en el Perú: los fideicomisos de oferta pública y los de oferta privada. Los fideicomisos de oferta pública permiten una mayor accesibilidad a los inversionistas, pues no es necesario que tengan la característica de ser institucionales, por ende, sus valores pueden ser negociados libremente en el mercado.

De acuerdo con Piaggio, la Oferta Pública Primaria (OPP), permite que valores mobiliarios sean ofrecidos por primera vez al público en general a cambio de capital, apoyándose en una estructura jurídica y regulatoria específica. La regulación de estas ofertas, que implica el dinero de terceros, requiere un enfoque multidisciplinario (legal, económico y contable) para asegurar que los inversionistas cuenten con la información necesaria y precisa sobre la naturaleza de los valores, condiciones, plazos, riesgos y proyecciones futuras, como los flujos de caja. Esta regulación protege el derecho de los inversionistas a conocer detalladamente los valores y riesgos asociados, proporcionando transparencia y seguridad en la transacción (2000, p.71-72) y también es aplicable a los Fideicomisos de Titulización.

Como se detalló en el párrafo anterior, estos fideicomisos requieren de una mayor transparencia y de cumplir con una serie de requisitos regulatorios específicos, los cuales se encuentran señalados en el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos. Por otro lado, los fideicomisos de oferta privada son accesibles solo a un grupo reducido de inversionistas calificados, los denominados Inversionistas Institucionales que señalamos anteriormente, y por ello, presentan menos requisitos regulatorios al no serles exigible tanta difusión de la información al público en general.

La elección entre un fideicomiso de oferta pública o privada dependerá del perfil de la empresa y de los objetivos de financiamiento, así como de la disposición de los inversionistas a aceptar diferentes niveles de riesgo y liquidez. Ambos tipos han mostrado ventajas particulares en términos de diversificación de riesgos, pero les es aplicable regulación diferenciada.

1.3.2. Ventajas y Limitaciones de los Fideicomisos de Titulización en el Perú

Los fideicomisos de titulización han permitido a las empresas peruanas diversificar sus fuentes de financiamiento y obtener recursos que, de otro modo, no estarían disponibles mediante métodos de financiamiento tradicionales. Esto ha sido particularmente valioso en sectores que demandan altos niveles de inversión inicial, como el sector de infraestructura y el sector inmobiliario. Además, los fideicomisos permiten estructurar flujos de ingresos estables que pueden ser utilizados para financiar operaciones a largo plazo, lo cual mejora la eficiencia de capital y la flexibilidad financiera de las empresas.

No obstante, la aplicación de fideicomisos de titulización enfrenta limitaciones importantes en Perú. Uno de los principales desafíos es la falta de conocimiento y comprensión de estos instrumentos por parte de inversionistas y emisores, lo que limita su uso y expansión. Además, los costos asociados a la creación y administración de fideicomisos pueden ser elevados, haciendo que su aplicación

solo sea viable para proyectos de gran envergadura. Las barreras regulatorias, aunque necesarias para proteger a los inversionistas, también pueden entorpecer el desarrollo ágil de los fideicomisos, dificultando su rápida adopción, siendo que como explicamos anteriormente los Fideicomisos de Oferta Pública son los únicos en los que puede participar un inversionista de cualquier categoría, pero en los mismos los costos de administración son más elevados, debido a que, implican cumplir con la regulación que les es aplicable, mientras que, para los de oferta privada, cuya normativa es más laxa, es requisito esencial que el fideicomisario sea un inversionista institucional.

Sección II: Regulación Administrativa de los Fideicomisos de Titulización

2.1. Marco regulatorio de los fideicomisos de titulización en Perú

La regulación principal de los fideicomisos de titulización de activos en el Perú se encuentra especialmente en el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, Resolución CONASEV N°00001-1997 y la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N°861 y sus modificatorias.

Este marco normativo, establece lineamientos para garantizar la transparencia y seguridad en la creación, administración y liquidación de estos instrumentos. Los fideicomisos de titulización representan una herramienta clave para canalizar inversiones y financiar proyectos de manera segura y eficaz, pero dada su complejidad y el nivel de riesgo que implican, requieren un marco normativo sólido. Este marco está diseñado no solo para proteger los intereses de los inversionistas, en mayor o menor medida, dependiendo de la categoría de inversionista que sea, sino también para asegurar la integridad y sostenibilidad del mercado de valores peruano, promoviendo el crecimiento económico y atrayendo inversión nacional e internacional.

En este contexto, la SMV desempeña un papel central al emitir directrices y supervisar que todas las partes involucradas cumplan con los estándares y obligaciones impuestos por la ley, así como que, los valores que se emitan,

cumplan con los requisitos, para ser considerado como tal, de acuerdo con la Ley de Títulos Valores, Ley N°27287.

La regulación del fideicomiso de titulización también establece salvaguardas para la administración de los activos subyacentes y asegura que los emisores de estos fideicomisos cumplan con criterios específicos de transparencia, lo cual es fundamental para evitar prácticas que puedan poner en riesgo a los inversionistas o al mercado, en ese sentido, las Sociedades Tituladoras se encuentran bajo la supervisión de la SMV. Además, el marco regulatorio considera los efectos que la titulización de activos puede tener en la economía en general, garantizando que estos instrumentos financieros no solo faciliten la inversión y el financiamiento, sino que también contribuyan al desarrollo sostenible del país.

En ese marco, la Ley del Mercado de Valores establece pautas sobre la oferta pública de valores, transparencia en las transacciones y los deberes y responsabilidades de las entidades fiduciarias (Sociedades Tituladoras).

Además, como comentamos anteriormente, el Reglamento de Titulización de Activos, cubre aspectos detallados para los fideicomisos de titulización, incluyendo disposiciones sobre la constitución de fideicomisos, la administración de los activos subyacentes y los requisitos que deben cumplir los emisores antes de poder ofertar estos valores en el mercado. Por ejemplo, los fideicomisos de titulización deben cumplir con requisitos específicos de auditoría y transparencia en la administración de los activos y flujos de caja involucrados, y la información proporcionada a la SMV debe ser precisa y estar actualizada, para permitir un monitoreo constante del desempeño de los activos y una evaluación eficaz de los riesgos asociados.

Otro aspecto relevante de la regulación es la obligación de registrar los fideicomisos de titulización ante la SMV. Este proceso implica que las empresas fiduciarias deben cumplir con una serie de requisitos formales para asegurar que

los fideicomisos estén alineados con los estándares nacionales y, en algunos casos, internacionales. Las empresas fiduciarias, a su vez, deben garantizar que los activos que respaldan el fideicomiso sean sólidos y capaces de generar los flujos de ingresos proyectados. Esta regulación busca prevenir fraudes y malas prácticas en la administración de los fideicomisos y proteger a los inversionistas de riesgos innecesarios.

Por otro lado, respecto a los fideicomisos de oferta privada, si bien los mismos en teoría no se encuentran bajo la supervisión de la SMV, las sociedades tituladoras se encuentran obligadas a comunicar a la SMV sobre la constitución de los mismos y sus posteriores modificatorias, así como de las restituciones, disoluciones y liquidaciones de los mismos.

En conclusión, el marco regulatorio de los fideicomisos de titulización en Perú es amplio y busca equilibrar la promoción de la inversión y el desarrollo del mercado con la protección de los inversionistas y la estabilidad del sistema financiero. La SMV juega un papel esencial en la implementación y supervisión de estas regulaciones, y sus esfuerzos por modernizar las normativas y adaptar el marco regulatorio a estándares internacionales son pasos significativos para asegurar que el mercado de fideicomisos de titulización en Perú sea competitivo, seguro y atractivo para una amplia variedad de inversionistas.

2.1.1. Rol de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV)

Según lo señalado en los párrafos precedentes, la SMV, en su rol de policía administrativa del mercado de valores, desempeña un papel crucial en la supervisión y regulación de los fideicomisos de titulización, velando por que estas estructuras financieras se gestionen de manera transparente y profesional.

La supervisión de la SMV asegura que las entidades fiduciarias y emisoras cumplan con los requisitos legales y de transparencia, promoviendo un entorno confiable y estable para la inversión. Entre las funciones más importantes de la

SMV están la vigilancia del cumplimiento normativo, la revisión de informes financieros y la evaluación de la calidad de los activos titulizados, así como del correcto uso del instrumento financiero (Fideicomiso de Titulización), pues en la Resolución de Superintendente N°040-2020-SMV/02, la cual constituye precedente de observancia obligatoria, se pronunciaron acerca de las características del valor emitido, siendo que, consideramos que dicho precedente es pertinente en el mercado porque analiza el cumplimiento de los requisitos del valor emitido.

De modo que el mismo debía cumplir con lo establecido en la Ley de Títulos Valores para ser considerado como tal y que el Fideicomiso de Titulización cumpla su fin, y por ende sea sujeto a la regulación de la SMV, pues caso contrario nos encontraríamos ante un mero fideicomiso de garantía, el cual, en su defecto, se encontraría bajo la supervisión de la SBS.

Para asegurar el correcto funcionamiento del mercado, la SMV exige que las entidades fiduciarias presenten información detallada sobre la estructura y funcionamiento de cada fideicomiso de titulización. Este reporte incluye, entre otros aspectos, la descripción detallada de los activos subyacentes, las proyecciones de flujo de caja y los riesgos potenciales asociados a la inversión. Asimismo, las entidades deben informar periódicamente a la SMV sobre el desempeño de los activos y cualquier cambio relevante en su administración. Esta información permite a la SMV realizar una evaluación exhaustiva y continua de los fideicomisos en el mercado y de sus emisores, de modo que pueda intervenir en caso de irregularidades, esto es, de una mala administración por parte del fiduciario.

Además de la supervisión, la SMV cumple con la función educativa en el mercado, difundiendo información relevante sobre los fideicomisos de titulización y promoviendo buenas prácticas entre las empresas fiduciarias. A través de la emisión de guías y manuales, la SMV orienta a las entidades fiduciarias sobre los requisitos y estándares que deben cumplir para operar en el mercado de

manera segura y transparente. Este rol de la SMV no solo fortalece el mercado de valores peruano, sino que también fomenta la confianza entre los inversionistas, creando un ambiente favorable para la inversión.

2.1.1. Requisitos Normativos para la Constitución de un Fideicomiso de Titulización.

Los fideicomisos de titulización de activos son formalizados mediante un contrato denominado “Acto Constitutivo”, de conformidad con Alcázar, el acto constitutivo de un fideicomiso de titulización es el contrato que establece todos los términos y condiciones de la operación. Este contrato se celebra entre el fideicomitente (o originador) y el fiduciario (la sociedad titulizadora). Los inversionistas, llamados fideicomisarios, se adhieren a este, al adquirir los valores emitidos, que están respaldados por el patrimonio fideicometido, un patrimonio autónomo y separado. Así, el contrato es negociado entre el originador y la sociedad titulizadora, y los inversionistas se suman al adquirir los valores emitidos (1997. p.297).

La Ley del Mercado de Valores (LMV) establece requisitos detallados para la constitución de un fideicomiso de titulización de activos en sus artículos 308 y 309, buscando asegurar tanto la transparencia como la protección de los derechos de los involucrados. Según el Art. 308 de la LMV, el acto constitutivo del fideicomiso debe formalizarse mediante una escritura pública que incluya, como mínimo, la finalidad del fideicomiso, la individualización de los activos transferidos (especificando si son propios, ajenos o futuros y si presentan gravámenes o litigios), el modo y plazo de transferencia, así como la denominación del patrimonio fideicometido.

También se deben definir las facultades y responsabilidades del fideicomitente, la sociedad titulizadora y el fideicomisario, incluyendo aspectos clave como los derechos de voz y voto en las emisiones de valores, las limitaciones de administración de los activos y los mecanismos para la remoción o reemplazo de

la sociedad tituladora. La inclusión de estos elementos en el acto constitutivo proporciona claridad en los derechos y obligaciones de cada participante, lo cual es fundamental para la correcta ejecución y administración del fideicomiso.

Por otro lado, el Art. N°309 de la LMV exige que el acto constitutivo del fideicomiso se inscriba en los Registros Públicos cuando los valores respaldados sean objeto de oferta pública, salvo disposición distinta por parte de CONASEV. Además, esta inscripción debe actualizarse en caso de cualquier modificación en el acto constitutivo, nuevas garantías, nombramientos de fiduciarios, extinción del fideicomiso, entre otros. Estas exigencias de registro refuerzan la seguridad y trazabilidad de los fideicomisos de titulización, permitiendo que cualquier cambio relevante sea de conocimiento público y protegiendo a los inversionistas al asegurar que tengan acceso a información precisa y actualizada sobre los bienes que respaldan su inversión. Este marco normativo, al exigir tanto formalización como registro, busca minimizar riesgos y asegurar la correcta supervisión y funcionamiento del fideicomiso en el mercado de valores.

Es importante precisar, que, para el caso de las posibles modificaciones, el Art. 10 del Reglamento de Titulización de activos establece que el acto constitutivo es el contrato entre los fideicomitentes y los fiduciarios o, en algunos casos, una declaración unilateral de la sociedad tituladora. Aunque los inversionistas (o fideicomisarios) se adhieren a este acto al adquirir los valores emitidos, cualquier cambio posterior en el contrato que afecte sus derechos solo puede realizarse con su consentimiento previo, lo cual asegura la protección de sus intereses.

Además, si la modificación afecta solo a una clase o serie específica de valores, debe ser aprobada previamente por la junta especial de fideicomisarios de esa clase, lo que permite una representación y consentimiento específicos para los grupos de inversionistas implicados. Este marco limita modificaciones unilaterales del contrato y garantiza que los derechos de los inversionistas se mantengan protegidos, contribuyendo a la estabilidad y transparencia de la estructura del fideicomiso.

2.2. Diferencias entre fideicomisos de oferta pública y privada

De acuerdo con lo indicado anteriormente, existen dos modalidades principales de emisión de valores respaldados por fideicomisos: la oferta pública y la oferta privada, cada una con sus particularidades normativas, las cuales se reflejan en aspectos como la regulación, los destinatarios de los valores, la transparencia y los requisitos de inscripción, lo que convierte a ambas modalidades en mecanismos distintos pero complementarios en el mercado.

Una de las diferencias fundamentales entre los fideicomisos de oferta pública y los de oferta privada es el grado de supervisión. Los fideicomisos de oferta pública están sometidos a una vigilancia estricta por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), lo que implica que todos los documentos relacionados con la emisión de valores deben ser revisados y aprobados. Esto incluye la verificación de los prospectos informativos, los cuales deben estar disponibles para que los inversionistas puedan tomar decisiones informadas. Además, los valores emitidos en una oferta pública deben ser clasificados por una entidad aprobada por la SMV, lo que añade una capa adicional de seguridad y transparencia.

Por otro lado, los fideicomisos de oferta privada no están sujetos a una supervisión directa por parte de la SMV, ya que los valores que emiten no están destinados al público en general, sino a inversionistas institucionales, por lo cual de acuerdo con la normativa actual, esto se debe indicar en el nombre del fideicomiso el cual obligatoriamente debe contener en su nombre el “... *no inscrito en la SMV, dirigido a Inversionistas Institucionales*”. Esta falta de supervisión formal se compensa con la obligación de proporcionar información suficiente a los inversionistas sobre los activos que respaldan los valores y los riesgos asociados. Aunque no es necesario registrar los valores emitidos en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV), la normativa exige que los fiduciarios aseguren que los inversionistas comprendan plenamente las condiciones del fideicomiso.

El nivel de transparencia es otro punto de distinción entre ambas modalidades, pues, en el caso de los fideicomisos de oferta pública, los emisores están obligados a divulgar amplia información sobre la oferta, incluyendo la publicación de avisos en medios de comunicación nacionales, esto es, en el periódico y en la página web de la sociedad titulizadora. Esto garantiza que cualquier potencial inversionista tenga acceso a los detalles sobre los valores emitidos, los activos que los respaldan y los riesgos asociados. Asimismo, los fideicomisos públicos deben someterse a una clasificación de riesgo, lo que permite a los inversionistas evaluar mejor el perfil de riesgo de los valores.

En cambio, los fideicomisos de oferta privada no están sujetos a estas exigencias de transparencia, dado que los valores emitidos están dirigidos a “inversionistas institucionales”, se presume que estos cuentan con el conocimiento y la capacidad para evaluar los riesgos por su cuenta. Por esta razón, no es obligatorio someter los valores a una clasificación de riesgo formal, ni es necesario realizar una divulgación pública de la oferta. Sin embargo, los fideicomitentes siguen estando obligados a proporcionar información adecuada y precisa a los inversionistas institucionales para asegurar que tomen decisiones fundamentadas.

Un aspecto clave en el que ambos fideicomisos difieren es en los requisitos de inscripción. Los fideicomisos de oferta pública están obligados a inscribirse en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) antes de que los valores puedan ser ofrecidos al público. Este registro es un mecanismo que garantiza que los valores cumplan con todos los requisitos legales y que la información relevante esté disponible para los inversionistas. Por el contrario, los fideicomisos de oferta privada no necesitan inscribirse en el RPMV, lo que agiliza el proceso de emisión y reduce los costos asociados. A pesar de la falta de inscripción, los emisores deben asegurarse de que los inversionistas institucionales reciban toda la información necesaria para evaluar adecuadamente la inversión.

La transmisibilidad es otro factor que diferencia a ambos tipos de fideicomisos, los valores emitidos en fideicomisos de oferta pública son generalmente más líquidos, ya que pueden ser negociados en mercados centralizados, lo que facilita su compra y venta en el mercado secundario. Esto es un aspecto atractivo para los inversionistas, ya que les ofrece flexibilidad para desinvertir en cualquier momento. En cambio, los valores emitidos en fideicomisos de oferta privada no cuentan con el mismo nivel de transmisibilidad, dado que no son negociables en mercados centralizados, lo que limita las opciones de los inversionistas para vender los valores antes de su vencimiento, asimismo, de acuerdo con el Art. 5 de la LMV, solo pueden ser transferidos por mercado secundario a otros inversionistas institucionales. Sin embargo, la normativa permite que, bajo ciertas condiciones, los valores emitidos inicialmente en una oferta privada puedan ser objeto de una oferta pública en el futuro.

En cuanto a los riesgos asociados, los fideicomisos de oferta pública suelen ser percibidos como más seguros debido a la rigurosa supervisión a la que están sometidos, la clasificación de riesgo obligatoria y la amplia divulgación de información. Los inversionistas en este tipo de fideicomisos tienen un alto grado de conocimiento sobre las garantías que respaldan los valores, así como sobre los riesgos específicos de la inversión. Por otro lado, los fideicomisos de oferta privada, al no estar sujetos a los mismos niveles de supervisión, no cuentan con dicho nivel de publicidad de la información, no obstante, se presume que los inversionistas institucionales que participan en estos fideicomisos están más capacitados para gestionar dichos riesgos, y los fideicomitentes tienen mayor flexibilidad para negociar las condiciones del fideicomiso y las garantías.

En síntesis, las diferencias regulatorias entre los fideicomisos de oferta pública y privada son significativas y se reflejan en aspectos como la supervisión, la transparencia, los requisitos de inscripción, la liquidez y los riesgos asociados. Mientras que los fideicomisos de oferta pública están diseñados para ofrecer un alto nivel de seguridad y transparencia al inversionista minorista, los fideicomisos

de oferta privada ofrecen mayor flexibilidad y agilidad a emisores e inversionistas institucionales, que se asumen, son inversionistas experimentados, que se exponen a un mayor riesgo potencial.

Finalmente, de acuerdo a lo indicado por Garrigues respecto a la Resolución de Superintendente N° 040-2020-SMV/02, tanto si es un Fideicomiso de Oferta Pública o de Oferta Privada la finalidad principal del fideicomiso de titulización debe centrarse en la emisión de valores mobiliarios emitidos por la sociedad titulizadora y garantizados por el patrimonio fideicometido. No obstante, los activos de este patrimonio pueden, de manera secundaria, servir como respaldo o garantía para el pago de valores emitidos por terceros, siempre que esta función no desplace el propósito inicial del fideicomiso (2020).

Esto significa que los activos transferidos al fideicomiso están destinados principalmente a servir como garantía para los valores emitidos, lo cual proporciona seguridad y respaldo directo a los inversionistas. Sin embargo, el Reglamento también permite cierta flexibilidad al autorizar que estos mismos activos puedan, en determinadas condiciones, respaldar valores emitidos por un tercero, siempre y cuando este respaldo sea secundario y no comprometa la finalidad original del fideicomiso. Este planteamiento ofrece beneficios al proporcionar un respaldo adicional para otros valores, pero al mismo tiempo mantiene la prioridad de proteger a los inversionistas del fideicomiso, asegurando que sus derechos y garantías no se vean comprometidos.

Sección III: Protección de los Inversionistas en Fideicomisos de Titulización

3.1. Identificación de riesgos en los fideicomisos de oferta pública

La protección de los inversionistas en los fideicomisos de titulización se vuelve especialmente relevante cuando se trata de inversionistas no institucionales, es decir, personas comunes que carecen de la experiencia y el conocimiento

especializado para evaluar adecuadamente los riesgos involucrados en estas operaciones sofisticadas. A diferencia de los inversionistas institucionales, sobre los cuales se presume que tienen la suficiente experiencia para medir los riesgos asociados y conseguir la información necesaria para tener un panorama más amplio, el inversionista común suele depender completamente de la información proporcionada por el fiduciario.

En este contexto, la normativa tiene como propósito brindarles una protección especial, asegurando que puedan tomar decisiones de inversión conscientes e informadas, para lo cual, de acuerdo a lo indicado líneas arriba, se les exige a los fiduciarios mayor difusión de información sobre el patrimonio en fideicomiso e inclusive la aprobación del prospecto marco.

Mediante Resolución N° 124-2003-EF/94.12 de CONASEV, se subrayó la necesidad de que los inversionistas comunes, al no poseer la misma capacidad de análisis que los inversionistas institucionales, tengan mayores garantías de transparencia y acceso a información clara y completa. Este principio se refleja en la advertencia contenida en la resolución, donde se menciona que “los fideicomisarios no tuvieron la posibilidad de acceso a información relevante, en tanto que TRUST no les proporcionó, en forma previa a su inversión, el contrato de fideicomiso, ni ningún otro documento informativo sobre dicha operación”.

Esto impidió que los inversionistas pudieran evaluar los riesgos y beneficios de forma adecuada, lo que vulnera su capacidad de tomar una decisión informada. Mediante la citada Resolución, se analiza si la oferta en cuestión era pública o privada, ya que la supervisión de la SMV se da sobre ofertas públicas, para lo cual se analizan diversos puntos como la difusión que se dio de la oferta a invertir y la categoría que tenían realmente los inversionistas que habían adquirido los bonos, sobre el particular, uno de los criterios que toma la SMV para la determinación de la oferta como pública es que “Objetivamente se presume la necesidad de tutela (interés público) cuando el grupo o conjunto de personas destinatarias de la oferta representan un número de 100 o más. Esto no significa

que si el número de destinatarios es inferior a 100, la autoridad administrativa deje de determinar, cuando corresponda para cada caso, la necesidad de esa tutela cuando se presente cualquiera de los siguientes factores”, por tanto de acuerdo con la SMV, existe una necesidad de tutela cuando hay un interés público de por medio y este se da cuando los destinatarios de la oferta son un número superior a 100, lo que da señales de que se podría estar ante una oferta pública encubierta, o cuando los fideicomisarios no son institucionales.

La normativa sobre fideicomisos de titulización reconoce la especial vulnerabilidad de los inversionistas no institucionales, asumiendo que, por su escasa experiencia en estos tipos de inversiones, tienen una mayor propensión a ser influenciados o engañados si no cuentan con toda la información relevante. Este reconocimiento justifica una protección más amplia a través de normativa que obliguen a los fiduciarios a revelar de manera completa y transparente todos los datos necesarios para que el inversionista común pueda evaluar correctamente su decisión. La resolución aclara que, cuando no se brinda esta información, el inversionista queda en una posición de desventaja, lo que puede llevar a decisiones influenciadas por la confianza en los fiduciarios o en los fideicomitentes en lugar de basarse en un análisis informado de los riesgos de la operación.

En consecuencia, la protección del inversionista común no solo implica un deber de transparencia por parte de los fiduciarios, sino también una obligación de proporcionar toda la información relevante de forma clara, suficiente y oportuna, pues, tal como subraya la resolución, la capacidad limitada del inversionista no institucional para medir y analizar los riesgos requiere que se le brinde una mayor cantidad de información para que pueda tomar decisiones de manera consciente y sin influencias externas. Esto es esencial para evitar que el desconocimiento del proceso de titulización lo exponga a pérdidas significativas, como ocurrió en el caso examinado en la citada resolución, donde los fideicomisarios adquirieron bonos sin conocer las características reales de los activos que respaldaban su inversión.

3.2. Riesgos asociados a fideicomisos de oferta privada

Los fideicomisos de oferta privada en el Perú, diseñados específicamente para inversionistas institucionales, presentan ciertos riesgos asociados a su menor regulación y transparencia en comparación con los fideicomisos de oferta pública. La estructura flexible de estos fideicomisos permite a las empresas acceder a capital sin la carga regulatoria que enfrentan los fideicomisos públicos, pero esta flexibilidad también introduce riesgos significativos que los inversionistas deben considerar cuidadosamente.

Uno de los principales riesgos es el riesgo de liquidez, ya que como señalamos anteriormente de acuerdo con el Art. 5 de la LMV los valores emitidos por los fideicomisos de oferta privada no son negociables en mercados secundarios a menos que se transfieran a otro "Inversionista Institucional" o estén inscritos en el RPVM (lo cual raras veces sucede), lo que significa que la posibilidad de desinvertir antes del vencimiento del fideicomiso es limitada y los inversionistas deben negociar individualmente para vender sus valores. Según Jara "la idea base de la regla es que las restricciones a la reventa no son necesarias si estas están hechas solamente a instituciones grandes y financieramente sólidas" (2001, p.109). Esto crea una limitación importante para los inversionistas que buscan mantener una cartera flexible, ya que depender de acuerdos privados para liquidar sus valores podría derivar en precios de venta desfavorables.

Otro riesgo significativo es el riesgo de contrapartida, el cual de acuerdo con López consiste en el riesgo que "se origina cuando una de las partes cumple sus obligaciones y la otra no lo hace simultáneamente" (2024), es decir, el riesgo de que la otra parte no cumpla con sus obligaciones, que en los fideicomisos privados se ve exacerbado, puesto que no se brinda tanta información respecto al activo, así este riesgo incrementa cuando el patrimonio fideicometido son flujos de efectivo futuros que pueden no materializarse debido a condiciones económicas o de mercado adversas, lo que implica que una evaluación

incompleta de los activos podría conducir a una subestimación del riesgo real, afectando directamente los retornos esperados por los inversionistas en caso del incumplimiento del cronograma de pago por parte del fideicomitente y que el activo subyacente, es decir, el patrimonio fideicometido no sea suficiente para cubrir las obligaciones con los inversionistas.

El riesgo regulatorio es otro aspecto importante en los fideicomisos de oferta privada, los cuales están sujetos a menos supervisión en comparación con las emisiones de oferta pública. La Ley del Mercado de Valores establece que los fideicomisos de oferta privada "no requieren inscripción en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV)", lo que reduce significativamente las obligaciones de información y transparencia que estos fideicomisos deben cumplir. Esta menor supervisión implica que la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) tiene un papel limitado en estos fideicomisos, reduciendo su capacidad de intervenir en caso de problemas, lo que puede resultar en una menor protección para los inversionistas frente a posibles conflictos de interés o mala gestión de los activos subyacentes.

Por último, se encuentra el riesgo de valoración de activos, particularmente cuando los fideicomisos privados contienen activos no líquidos, como bienes raíces o instrumentos financieros complejos. La falta de información detallada y de evaluación continua puede llevar a situaciones en las que los valores emitidos estén sobrevalorados o subvalorados, lo cual es particularmente problemático en caso de liquidación, ya que los activos subyacentes podrían no reflejar su valor de mercado real. Este riesgo de valoración podría derivar en pérdidas significativas para los inversionistas, afectando sus retornos y la estabilidad del fideicomiso.

En conclusión, los fideicomisos de oferta privada presentan riesgos considerables debido a la menor regulación, la falta de liquidez, y los problemas potenciales de transparencia y valoración de activos. A pesar de estar dirigidos a inversionistas institucionales, quienes tienen mayor capacidad para evaluar

estos riesgos, es crucial implementar medidas rigurosas de análisis y monitoreo para minimizar el impacto de estos riesgos y salvaguardar el capital de los inversionistas.

3.3. Mecanismos de protección establecidos por la regulación peruana

La regulación peruana, establecida principalmente en la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de Titulización de Activos, ofrece varios mecanismos de protección para los inversionistas que participan en fideicomisos de titulización, especialmente en aquellos de oferta pública. Estos mecanismos buscan garantizar transparencia, seguridad y una supervisión adecuada, creando un entorno de inversión confiable para proteger los intereses de los inversionistas.

Uno de los mecanismos fundamentales es la obligación de transparencia. La ley exige que los fideicomisos de oferta pública proporcionen información exhaustiva y actualizada sobre los activos subyacentes, incluyendo detalles sobre su naturaleza, valoración y riesgos asociados. Esta información debe ser accesible al público y está diseñada para que los inversionistas puedan tomar decisiones informadas sobre los riesgos que asumen, respecto a ello en la Resolución CONASEN N°124-2003-EF/94.12 se sancionó con la remoción de Trust Sociedad Titulizadora como Fiduciario del Patrimonio en Fideicomiso Agricorp por la violación del Art. 12 de la LMV, el cual prohíbe “todo acto, comisión, practica o conducta que atente contra la integridad o transparencia del mercado (...)”, siendo que jurisprudencialmente se ha establecido la relevancia de la transparencia en el Mercado de Valores. Además, la inscripción obligatoria en el Registro Público del Mercado de Valores (RPMV) permite que la SMV supervise activamente el fideicomiso, asegurando que las condiciones de transparencia se cumplan a lo largo del tiempo.

El control y supervisión por parte de la SMV es otro componente clave. Según el reglamento de titulización de activos, la SMV es responsable de "supervisar a las

sociedades tituladoras y fideicomisos de oferta pública", verificando que las entidades emisoras cumplan con las normativas sobre administración de activos y gestión de flujos de efectivo. Esta supervisión permite a la SMV intervenir en caso de irregularidades y tomar medidas correctivas que protejan a los inversionistas, asegurando un ambiente de inversión más seguro y confiable, siendo que de acuerdo la Resolución de Super Intendente N°040-2020-SMV/02 se estableció según una interpretación de los artículos 1° y 3° de la Ley Orgánica de la Superintendencia de Valores y los artículos 302°, 307° y 315° de la LMV, aunque las facultades de supervisión de la SMV sobre los patrimonios administrados por sociedades tituladoras se limitan a aquellos con valores en oferta pública, la SMV puede requerir información sobre patrimonios fideicometidos con valores en oferta privada. Este acceso a la información tiene como objetivo supervisar a la sociedad tituladora en sí, sin implicar una supervisión continua sobre los patrimonios fideicometidos en oferta privada (2020, p.6).

La clasificación de riesgo es otro mecanismo de protección fundamental para los inversionistas en fideicomisos de oferta pública. La ley establece que los valores emitidos deben ser clasificados por una agencia de riesgo autorizada, lo que permite a los inversionistas conocer el perfil de riesgo de sus inversiones antes de comprometer su capital. Esta clasificación no solo ayuda a los inversionistas a evaluar si los valores se alinean con su tolerancia al riesgo, sino que también promueve una cultura de inversión informada y consciente.

Es importante notar que este requisito no se aplica a los fideicomisos de oferta privada, donde los inversionistas asumen un mayor nivel de riesgo, lo que se condice con el hecho de que para poder invertir en uno de oferta privada debes tener la condición de "Inversionista Institucional", respecto a este punto, Castritius esta limitación legal no tendría sentido debido a que se trata de operaciones privadas, y propone la eliminación de la misma porque inclusive impide que se pueda estructurar fideicomisos de titulación en los que se prevean distintos tipos de valores (2012, p.105-206), sin embargo, considero que

esta regla de limitación, busca justamente restringir determinado sector con mayor riesgo a Inversionistas que estén en la posibilidad de soportar el mismo, ya sea por tener mayor experiencia y por ende puedan pactar términos y condiciones financieros que compensen el riesgo o por que tengan mayores herramientas para poder realizar una debida diligencia respecto a la operación mas exhaustiva.

El aislamiento patrimonial es otro mecanismo esencial de protección, es decir la transferencia en dominio fiduciario de los activos, que pasan a conformar un “patrimonio autónomo”². En un fideicomiso de titulización, los activos subyacentes se colocan en un patrimonio autónomo que está separado del patrimonio del fideicomitente y del fiduciario, por lo que, en caso de quiebra de alguno, los activos del fideicomiso no pueden ser utilizados para satisfacer otras deudas, lo que protege directamente los intereses de los inversionistas. Según el reglamento, este mecanismo garantiza que los activos titulizados estén destinados exclusivamente a respaldar el pago de los valores emitidos.

Por último, los requisitos de auditoría y reportes periódicos fortalecen la transparencia y el monitoreo continuo del fideicomiso. Las sociedades tituladoras deben presentar reportes periódicos sobre el desempeño de los activos y cualquier cambio relevante en la administración del fideicomiso. Estos informes son revisados por la SMV, lo que permite una evaluación constante y asegura que los inversionistas tengan acceso a información relevante y actualizada.

En conclusión, los mecanismos de protección establecidos por la regulación peruana para los fideicomisos de titulización garantizan un alto nivel de seguridad para los inversionistas, especialmente en las ofertas públicas. La transparencia obligatoria, la supervisión de la SMV, la clasificación de riesgo, el

² De acuerdo con Castritius, P. “aquel centro de imputación de derechos y obligaciones respecto del cual no se ejerce una relación de dominio que pueda calificar como un derecho de propiedad, sino uno distinto, afecto a una finalidad y frecuentemente con un fin específico” (2012, p.91)

aislamiento patrimonial y los requisitos de auditoría continua son componentes fundamentales de este marco regulatorio, diseñado para proteger los intereses de los inversionistas y fomentar un mercado de valores estable y atractivo en el Perú.

Sección IV: Desafíos y Oportunidades en la Protección de los Inversionistas

La protección de los inversionistas en el mercado de valores peruano enfrenta desafíos y oportunidades significativos en el contexto de la titulización de activos. Los fideicomisos de titulización, que permiten la conversión de activos ilíquidos en valores negociables, presentan ventajas tanto para las empresas emisoras como para los inversionistas. Sin embargo, también exponen a los inversionistas a ciertos riesgos que el marco regulatorio debe mitigar para proteger sus intereses.

Uno de los principales desafíos en la protección de los inversionistas en este mercado es lograr un equilibrio entre la regulación efectiva y la flexibilidad operativa. El marco legal, compuesto por la Ley del Mercado de Valores y el Reglamento de Titulización de Activos, proporciona bases sólidas de supervisión, transparencia y requisitos de información, especialmente en fideicomisos de oferta pública. Sin embargo, los fideicomisos de oferta privada, al estar exentos de ciertas obligaciones de información, pueden carecer de transparencia, lo cual presenta un reto en términos de garantizar la protección de los inversionistas institucionales sin restringir la funcionalidad del instrumento financiero.

Otro desafío es la limitación en los mecanismos de liquidez, pues como se ha señalado los inversionistas en fideicomisos de oferta privada, en particular, enfrentan barreras significativas para desinvertir o liquidar sus posiciones antes del vencimiento, debido a que la normativa solo permite la reventa en el mercado secundario de los valores de oferta privada entre inversionistas institucionales,

lo que limita la transferencia, sin embargo, considero que en este extremo se debería mantener esta limitación a efectos de mantener el fin de la regulación que es proteger a los inversionistas, especialmente a los inversionistas comunes que no cuenten con la experiencia para asumir el riesgo que representa la oferta privada.

En cuanto a las oportunidades, el mercado peruano de valores tiene un gran potencial para consolidarse como un entorno de inversión atractivo mediante la implementación de medidas regulatorias innovadoras que promuevan la seguridad y transparencia. Uno de los mayores avances podría ser la implementación de un sistema de clasificación de riesgo para fideicomisos privados, similar al requisito existente para fideicomisos de oferta pública. Este sistema permitiría a los inversionistas institucionales evaluar de manera más precisa el riesgo asociado a cada fideicomiso, mejorando así la toma de decisiones y previendo de forma más precisa el ratio de cobertura respecto a los activos y el monto de emisión.

En resumen, los desafíos y oportunidades en la protección de los inversionistas en los fideicomisos de titulización giran en torno a la necesidad de equilibrar la flexibilidad del mercado con la seguridad y transparencia.

4.1. Eficacia de las herramientas regulatorias en la protección de los inversionistas

A pesar de los avances en la protección de los inversionistas en el mercado de valores peruano, persisten desafíos en cuanto a la eficacia de las herramientas regulatorias, especialmente cuando se trata de fideicomisos de oferta privada. Para abordar la falta de transparencia y control en estos fideicomisos, sería beneficioso implementar estándares mínimos de información que permitan una supervisión más eficaz sin desincentivar la creación de fideicomisos privados. Estos estándares podrían incluir reportes anuales obligatorios sobre los activos subyacentes y su rendimiento, ofreciendo a los inversionistas una mayor

visibilidad de los riesgos asociados sin sobrecargar a las sociedades tituladoras con requisitos adicionales de registro en el RPMV.

Además, el uso de tecnología avanzada, como plataformas digitales para el acceso a información en tiempo real, podría aumentar la transparencia y accesibilidad de los datos del fideicomiso. Mediante estas plataformas, los inversionistas podrían recibir alertas y notificaciones sobre cambios en la valoración de los activos, facilitando un monitoreo más activo de sus inversiones. Este enfoque permitiría una supervisión más ágil y reduciría el riesgo de sorpresas negativas para los inversionistas, especialmente en momentos de inestabilidad económica o cambios en los flujos de efectivo del fideicomiso.

En conclusión, aunque las herramientas regulatorias actuales proporcionan una base sólida para la protección de los inversionistas, existe espacio para mejoras, especialmente en fideicomisos de oferta privada. La implementación de tecnología y estándares de transparencia adicionales, podrían fortalecer aún más la protección y confianza de los inversionistas en el mercado peruano.

4.2. Estrategias contractuales para mitigar riesgos en fideicomisos de titulización

Además de las cláusulas ya mencionadas, las cláusulas de eventos de incumplimiento son fundamentales en los contratos de fideicomiso, ya que establecen acciones específicas que la sociedad tituladora debe tomar si el fideicomiso se encuentra en una situación de incumplimiento. Estas cláusulas deben detallar los pasos a seguir en caso de incumplimientos, proporcionando un camino claro para proteger los intereses de todas las partes en situaciones de dificultad financiera. Las cláusulas de incumplimiento también facilitan la gestión de crisis, permitiendo una respuesta rápida y predefinida que minimiza la pérdida de valor en los activos subyacentes. Asimismo, respecto a estas, en caso la operación considere financiamiento de un tercero y el riesgo de incumplimiento con este tercero pueda perjudicar la operación, podrían pactarse

cross default clauses que coadyuven a prevenir un incumplimiento antes de que ocurra y gestionar mejor el riesgo.

Las cláusulas de transparencia continua también son cruciales para la confianza en los fideicomisos de titulización, estas pueden establecer la obligación de actualizar periódicamente la valoración de los activos subyacentes, informando a los inversionistas sobre cualquier cambio significativo en el valor o rendimiento de los activos. Este tipo de transparencia ayuda a los inversionistas a monitorear la estabilidad de sus inversiones y a tomar decisiones informadas en caso de que la situación financiera del fideicomiso cambie.

Por último, las cláusulas de gobernanza pueden incluir mecanismos para que los inversionistas tengan representación en las decisiones clave sobre la administración del fideicomiso. Estas disposiciones pueden permitir a los inversionistas influir en la toma de decisiones estratégicas, especialmente en situaciones críticas, lo que fortalece su posición y reduce el riesgo de que las decisiones de la sociedad tituladora vayan en contra de sus intereses, lo que puede darse a través del representante de los obligacionistas.

En resumen, las estrategias contractuales bien estructuradas son esenciales para mitigar los posibles riesgos, proporcionando a los inversionistas un conjunto de protecciones que fortalecen su confianza y minimizan la exposición a pérdidas.

4.3. Propuestas para mejorar la regulación y la seguridad de los inversionistas

La protección de los inversionistas en el mercado de valores peruano es fundamental para fortalecer la confianza y estabilidad en los fideicomisos de titulización. Aunque el marco regulatorio actual proporciona una base sólida, existen oportunidades para implementar mejoras que mitiguen los riesgos asociados a estos instrumentos financieros.

Transparencia en Fideicomisos de Oferta Privada

Un factor crítico para la protección de los inversionistas es la transparencia en la información. Los fideicomisos de oferta privada, a diferencia de los fideicomisos de oferta pública, no están sujetos a los mismos requisitos de información, lo que puede dificultar una evaluación precisa de los riesgos para los inversionistas. Para abordar esta limitación, una propuesta efectiva es la implementación de requisitos mínimos de transparencia periódicos. Esto incluiría la obligación de remitir reportes anuales sobre la valoración de los activos subyacentes a los inversionistas, información que, aunque no tan detallada como en las ofertas públicas, permitiría una visibilidad suficiente para tomar decisiones informadas, esta medida protegería a los inversionistas sin imponer cargas significativas a las entidades fiduciarias.

Clasificación de Riesgo para Fideicomisos Privados

Actualmente, solo los fideicomisos de oferta pública están obligados a someterse a una clasificación de riesgo, al menos en caso de que los activos subyacentes sean flujos futuros, un requisito que brindaría a los inversionistas una referencia sobre el perfil de riesgo del fideicomiso, esta clasificación podría resultar valiosa para los inversionistas institucionales, quienes deben analizar por cuenta propia los riesgos de los fideicomisos de oferta privada. La propuesta de implementar un sistema de clasificación de riesgo para fideicomisos privados busca ofrecer una medida objetiva de evaluación del riesgo. Inicialmente, esta medida podría implementarse de forma voluntaria, incentivando a las sociedades tituladoras a adoptar la clasificación de riesgo como una ventaja competitiva, y luego pasar a ser un requisito obligatorio en función de los resultados observados. Con una clasificación de riesgo objetiva, los inversionistas podrían evaluar con mayor precisión los fideicomisos privados, promoviendo una mayor transparencia en el mercado.

Creación de Mecanismos de Liquidez para los Inversionistas

Uno de los desafíos en los fideicomisos de titulización, especialmente en los de oferta privada, es la falta de liquidez. Estos instrumentos generalmente no se negocian en mercados secundarios, lo que limita la flexibilidad de los inversionistas para desinvertir. Una solución sería el desarrollo de un mercado secundario especializado para fideicomisos de oferta privada, en el que los inversionistas pudieran comprar y vender sus participaciones, lo cual, permitiría a los inversionistas acceder a liquidez sin tener que depender únicamente del vencimiento del fideicomiso. La creación de este mercado podría realizarse en cooperación con la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y la Bolsa de Valores de Lima (BVL), estableciendo un entorno seguro y regulado para la negociación de estos instrumentos.

Expansión de la Supervisión de la SMV en Fideicomisos Privados

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) es fundamental para la protección de los inversionistas en el mercado de valores peruano. Sin embargo, su supervisión se centra en los fideicomisos de oferta pública, lo que deja una brecha en la supervisión de los fideicomisos privados. Para abordar esta limitación, una propuesta es extender la supervisión de la SMV a los fideicomisos de oferta privada en situaciones específicas, tales como cuando los fideicomisos superan cierto umbral de capital o cuando incluyen grandes inversionistas institucionales. Aunque esta supervisión no sería tan exhaustiva como en los fideicomisos públicos, garantizaría un control adicional que verifique el cumplimiento de los principios básicos de solvencia y transparencia, fortaleciendo la seguridad de los inversionistas sin interferir en la operatividad de los fideicomisos privados.

Promoción de la Educación Financiera para Inversionistas

La educación financiera es esencial para que los inversionistas comprendan los riesgos asociados a los fideicomisos de titulización. Muchos inversionistas,

especialmente los minoristas, carecen de los conocimientos necesarios para evaluar adecuadamente estos instrumentos. Se propone, por tanto, la implementación de programas de educación financiera especializados en fideicomisos de titulización. La SMV, en colaboración con instituciones académicas y organizaciones financieras, podría desarrollar talleres, seminarios y materiales educativos que expliquen el funcionamiento y los riesgos de estos instrumentos. Con mayor conocimiento, los inversionistas tomarían decisiones más informadas y responsables, fortaleciendo así el mercado de valores peruano.



CONCLUSIONES

El marco regulatorio de los fideicomisos de titulización en Perú refleja la intención de proteger a los inversionistas, especialmente a través de la labor de la Superintendencia del Mercado de Valores, la cual, en su rol de policía administrativa, asegura transparencia, supervisión y el cumplimiento de las normas que permiten una correcta formación de precios y el orden del mercado. Esta regulación estricta contribuye a la confianza en el sistema financiero y protege los derechos de los inversionistas, especialmente en las emisiones de oferta pública.

Un aspecto clave de esta regulación es la distinción entre fideicomisos de oferta pública y de oferta privada. Los fideicomisos de oferta pública, accesibles a un público general, deben cumplir con requisitos de transparencia estrictos y someterse a una supervisión intensiva. Los fideicomisos de oferta privada, en cambio, están dirigidos solo a inversionistas institucionales que poseen los recursos para evaluar los riesgos de manera independiente y, por ello, cuentan con menor supervisión. No obstante, la SMV puede solicitar información sobre estos fideicomisos privados para monitorear a las sociedades tituladoras y garantizar la gestión adecuada de los patrimonios.

La transparencia es otro pilar en la protección del inversionista en los fideicomisos de titulización. Los fideicomisos de oferta pública deben proporcionar a los inversionistas toda la información relevante sobre los activos, riesgos y flujo de caja, mientras que los fideicomisos privados, dirigidos a inversionistas institucionales, tienen menos requisitos de divulgación. En ambos casos, la transparencia contribuye a que los inversionistas tomen decisiones informadas, fortaleciendo la seguridad en el mercado.

El principio de aislamiento patrimonial es fundamental en el marco regulador, ya que garantiza que los activos transferidos a un fideicomiso se conviertan en un patrimonio separado del fideicomitente y de la sociedad tituladora. Este

patrimonio autónomo actúa como respaldo exclusivo para los valores emitidos, protegiendo a los inversionistas y asegurando que los activos del fideicomiso se utilicen exclusivamente para cumplir con sus obligaciones.

Finalmente, el desarrollo del mercado de fideicomisos de titulización en Perú requiere un marco regulatorio flexible que permita equilibrar la protección del inversionista con la operatividad de los emisores. Una mayor liquidez en los fideicomisos de oferta privada y estándares de transparencia adicionales podrían hacer más atractiva la inversión en estos instrumentos. La SMV tiene un rol central en esta evolución, y sus esfuerzos por modernizar la regulación son fundamentales para mantener un mercado seguro y atractivo para una variedad de inversionistas.



BIBLIOGRAFÍA

- Alcázar, R. (1997) *La Titulización de Activos en el Perú*. Ius Et Veritas (15) p.295-303
- Benavides, J. (2000) *Titulización de Activos en el Perú*. Themis (40) Mercado de Valores. Edición de Aniversario. p.123-135
- Banco Central de la Reserva (2024) *Reporte de estabilidad Financiera Noviembre 2024*. p.10.
- Castritius, P. (2012) *Legislación de titulización de activos en Perú: reflexiones y propuestas a la luz de sus mas de 16 años de vigencia*. Revista Avocatus (87), 87-10
- Grupo Bursátil Mexicano (2023) *Mercado de valores: ¿qué es y cómo funciona?*. GBM Academy. En: <https://gbm.com/academy/mercado-de-valores-que-es-y-como-funciona/>
- García, A. (2023) *El Marco Regulatorio aplicable a los fideicomisos de titulización en Renta de Bienes Raíces*. Dimensión Mercantil. En: <https://dimensionmercantil.pe/el-marco-regulatorio-aplicable-a-los-fideicomisos-de-titulizacion-en-renta-de-bienes-raices/>
- Garrigues (2020) *Perú: La Superintendencia del Mercado de Valores emite un precedente de observancia obligatoria en el marco de fideicomisos de titulización cuyos valores sean objeto de oferta privada*. Garrigues. En: https://www.garrigues.com/es_ES/noticia/peru-superintendencia-mercado-valores-emite-precedente-observancia-obligatoria-marco
- Gutierrez, A & Munarriz, A. (N/A) *Trazando el Futuro: Integración de Valores en Colombia, Chile y Perú*. Universidad de los Andes. En: <https://semillerofusiones.uniandes.edu.co/prueba/10-publicaciones/126-trazando-el-futuro-integracion-de-valores-en-colombia-chile-y-peru#:~:text=El%20mercado%20de%20valores%20colombiano%20actualmente%20representa%20el%203%2C7,PIB%20de%20dicho%20pa%C3%ADs4>.

- Jara, R. (2001) *Oferta Pública y Privada de Valores en el Mercado Norteamericano: Una Visión Comparada*. Revista Chilena de Derecho (1) Vol. 28
- López, I. (2024) *Riesgo de Contrapartida*, Diccionario Económico. En: <https://www.expansion.com/diccionario-economico/riesgo-de-contrapartida.html>
- Payet, J.A. (1996) *El mercado de valores y la protección de los inversionistas*. Ius Et Veritas, (12), p. 69-79.
- PROINVERSIÓN (2023). *Flujos de LED Según El Banco Central De Reserva Del Perú*. En: <https://www.investinperu.pe/es/invertir/inversion-extranjera/inversion-extranjera-directa>
- Piaggio, E. (2000) *La Oferta Pública Primaria de Valores*. Themis (40) Mercado de Valores. Edición de Aniversario. p.71-85.
- Resolución de Superintendente N° 040-2020-SMV/02
- Resolución CONSEV N° 124-2003-EF/94.12
- Schwarcz, S. (2000) *La Alquimia de la Securitización de Activos*. Themis (40) Mercado de Valores. Edición de Aniversario. p.113-122

Normativa y Legislación Relevante

- Ley del Mercado de Valores (Ley N° 30050)
- Reglamento de titulización de Activos (Resolución CONASEV N° 00001-1997)
- Ley de Títulos Valores
- Precedente de observancia obligatoria N° 001-2020-SMV