

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD  
CATÓLICA DEL PERÚ**

**Escuela de Posgrado**



Procesos de Titulización de Activos en el Perú: Análisis de la regulación a veintiocho años de su incorporación en la legislación peruana y su impacto en el mercado peruano.

Trabajo de Investigación para obtener el grado académico de Maestro en  
Derecho Bancario y Financiero  
que presenta:

***Danilo Santiago Gómez Blanco***

Asesor:

***Mercedes Elizabeth Fernández Moscol***

Lima, 2025


## INFORME DE SIMILITUD

Yo, Mercedes Elizabeth Fernández Moscol, docente de la Escuela de Posgrado de la Pontificia Universidad Católica del Perú, asesora del Trabajo de Investigación de Danilo Santiago Gómez Blanco, dejo constancia de lo siguiente:

- El mencionado documento tiene un índice de puntuación de similitud de 37%. Así lo consigna el reporte de similitud emitido por el software *Turnitin* el 27/06/2025.
- Al ser una investigación en derecho se ha hecho mención de numerosas normas y documentos jurídicos.
- He revisado con detalle dicho reporte y el trabajo de investigación, y no se advierte indicios de plagio.
- Las citas a otros autores y sus respectivas referencias cumplen con las pautas académicas.

Lugar y fecha:

Lima. 4 de agosto del 2025.

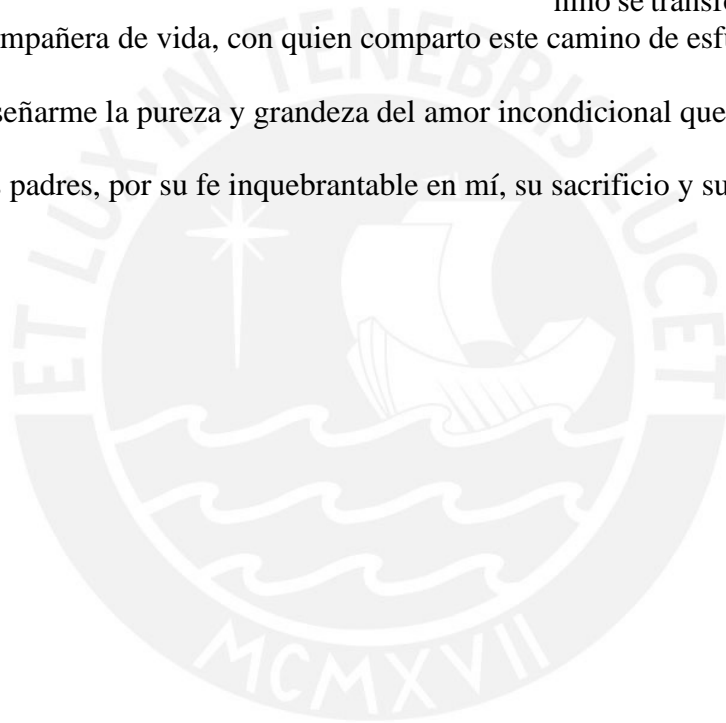
Fernández Moscol, Mercedes Elizabeth	
DNI N° 10141854	Firma: 
ORCID: 0000-0002-2543-3860	

A la Virgen del Perpetuo Socorro, por guiar mis pasos y hacer posible que los sueños de un niño se transformen en realidad.

A Karen, mi compañera de vida, con quien comparto este camino de esfuerzo, esperanza y realización.

A Rayo, por enseñarme la pureza y grandeza del amor incondicional que un ser vivo puede brindar.

A mis padres, por su fe inquebrantable en mí, su sacrificio y su constante aliento.



## RESUMEN EJECUTIVO

El 22 de octubre de 1996, mediante el Decreto Legislativo N° 861 – *Ley del Mercado de Valores*, se incorporaron a la legislación peruana nuevas estructuras de inversión y financiamiento, a fin de brindar a los administrados mayores opciones de financiamiento, así como fortalecer el mercado de capitales peruano, entre estas incorporaciones se encuentran los Procesos de Titulización de Activos, que son estructuras que involucran conceptos y actores como (i) Dominio Fiduciario, (ii) Sociedades Titulizadoras, (iii) Patrimonio Autónomo, (iv) Fideicomisarios, etc. Sin embargo, en comparación con otras estructuras, como es el caso de los Fondos de Inversión, y con otros países de la región, podemos notar que el mercado de los Procesos de Titulización de Activos peruano no ha obtenido el mismo desarrollo.

La investigación tiene por objetivo principal analizar si la actual regulación de los Procesos de Titulización de Activos, mediante fideicomisos de titulización de activos, promueve – de manera idónea – el desarrollo de este mercado, así como identificar y proponer mejoras que coadyuven a reducir sobrecostos regulatorios que generan ineficiencia y menos competitividad. A fin de desarrollar el objetivo principal se analizará la regulación actual a fin de identificar (i) sus fortalezas, (ii) eficiencias, (ii) ineficiencias; y, (iv) posibles barreras burocráticas que afectan el desarrollo de este mercado. Asimismo, se comparará la legislación peruana con la regulación de los Procesos de Titularización de Colombia, en cuanto en este país estos de esquemas han tenido un gran crecimiento a lo largo de los años, con el objetivo de identificar elementos que puedan ser trasladados y adecuados a la legislación peruana.

Palabras Clave: Titulización de Activos; Fideicomisos; Mercado de Valores; Regulación.

## INDICE

RESUMEN EJECUTIVO.....	1
INTRODUCCIÓN .....	3
CAPITULO 1: Procesos de Titulización de Activos en el Perú .....	11
1.1: Lo Bueno, lo Malo y lo ineficiente de la regulación de los Procesos de Titulización de Activos en el Perú.....	17
1.2: Las Sociedades Titulizadoras y las Empresas de Servicios Fiduciarios: Similitudes, ventajas y desventajas.....	34
CAPITULO 2: Desarrollo del Mercado de Procesos de Titularizaciones en Colombia: Comparación normativa con los Procesos de Titulización de Activos en el Perú .....	41
2.1: Procesos de Titularizaciones en Colombia: Evolución normativa, desarrollo del mercado y principales actores .....	42
2.2: Titularizadoras colombianas y las Sociedades Titularizadoras peruanas: Requisitos y diferencias.....	45
2.3: El Papel de la Superintendencia Financiera Colombiana en el desarrollo del mercado de Procesos de Titularizaciones en Colombia .....	47
CAPITULO 3: Algunas propuestas que pueden incentivar los Procesos de Titulización de Activos .....	50
3.1: Capital Social de las Sociedades Titularizadoras.....	51
3.2: Régimen Simplificado para los Procesos de Titulización de Activos .....	58
CONCLUSIONES .....	67
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	69

## INTRODUCCIÓN

Como nos comenta Jorge Lazo (2007, pp. 178-179) el término titulización deriva de la palabra anglosajona *securitization*, la cual Andreas Jobst (2008, pp. 48) define como el proceso mediante el cual el *originator* identifica entre sus activos a los menos líquidos a fin de convertirlos en un *asset pool* que es vendido en el mercado de valores, a una tasa fija o variable, que es respaldada por el activo que inicialmente identificó el *originator* para respaldar el pago de este.

El concepto de *securitization* se incorpora en el mercado de los Estados Unidos de América, como nos comenta Bonnie Buchanan (2017, pp. 3-4 ), en los años setenta, en un escenario en el cual los bancos enfrentaban un problema de liquidez en relación a los préstamos que otorgaban mediante *loans*, que serían pagadas en un mediano o largo plazo, lo cual generaba -en los bancos- un problema de liquidez toda vez que colocaban su capital en distintas operaciones de *loans* que eran ilíquidas en un corto plazo, ante esta problemática los bancos norteamericanos buscaban vender su cartera de créditos a terceros, a fin de obtener recursos para seguir colocando *loans* o realizar otras inversiones. Sin embargo, los bancos encontraron en la *securitization* otro mecanismo para obtener la liquidez necesaria que necesitaban -sin afectar su caja- para continuar con la colocación de créditos, de acuerdo con Solomon Deku (2017, pp. 58-59), el *Federal Home Loan Mortgage Corporation* realizó la primera *securitización* de activos, mediante un *Mortgage Backed Secutiry*<sup>1</sup>.

Bonnie Buchanan (2007, pp. 4-5) nos indica que la *securitization* se volvió el mecanismo preferido por los bancos norteamericanos para financiar sus operaciones de financiamiento de créditos hipotecarios o -incluso- de tarjetas de crédito, es así que los bancos ya no necesitaban que (i) el crédito sea pagado por el deudor para poder llevar a cabo otras

---

<sup>1</sup>Solomon Deku (2017, pp. 42-43) nos explica que el *Mortgage Backed Secutiry* es el proceso mediante el cual se emitieron valores mobiliarios respaldados por una cartera hipotecaria que era cedida para respaldar el pago de los *securities* que habían sido adquiridos por inversionistas.

operaciones de financiamiento; o, (ii) vender su cartera de crédito a un tercero, toda vez que la *securitización* resultaba el mecanismo idóneo para afrontar este problema de liquidez. Como podemos notar, la *securitization* nace por una necesidad de los bancos ligada a los préstamos que estos otorgaban y que se encontraban respaldados por hipotecas, es así como -de acuerdo con Bonnie Buchanan (2007, pp. 4)- la *securitization* es considerada como una de las mayores innovaciones de los últimos cien años en el mercado financiero mundial.

Luego de aproximadamente dos décadas, desde la concepción de la *securitization* en los Estados Unidos de América, este tipo de operaciones arriba a los países sudamericanos, los cuales las incorporan en su legislación, siendo uno de los primeros países la República de Colombia, la cual -mediante la Resolución N° 645 de 1992- reguló la *securitización* en su legislación, denominándola “Titularización de Activos”.

Como nos comenta Paul Castritius (2012, pp. 88-89) la *securitización* no era ajena a los agentes del mercado peruano, ni al propio Estado, toda vez que antes de la introducción de este mecanismo de financiamiento a la regulación peruana ya estos realizaban este tipo de operaciones en el exterior, por ende -teniendo como comparación el mercado de los Estados Unidos de América y la experiencia de la República de Colombia- era conveniente incorporar este tipo de operaciones en la legislación peruana, a fin de dinamizar el mercado de valores peruano, incorporando conceptos como (i) Dominio Fiduciario, (ii) Sociedades Tituladoras, (iii) Patrimonio Autónomo, (iv) Fideicomisarios, (v) Fideicomiso de Titulización, entre otros, así como precisar conceptos como (i) Fideicomiso; o, (ii) Transferencia Fiduciaria, que ya eran parte de la regulación peruana.

Es así como el 22 de octubre de 1996 el Poder Ejecutivo de la República del Perú, de acuerdo con las facultades delegadas por el Congreso mediante la Ley N° 26648 y la Ley N° 26665, publica el Decreto Legislativo N° 861 – *Ley del Mercado de Valores* (en adelante, la “LMV”), mediante el cual se incorporó la *securitization* en la legislación peruana, denominándola Procesos de Titulización de Activos<sup>2</sup>. Asimismo, en menos de cuatro meses

---

<sup>2</sup>En un proceso de titulización de activos en principio se debe tener en cuenta lo establecido en la LMV y en el Reglamento, sin embargo, deben considerarse en estos esquemas de

de publicada la LMV, la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (ahora denominada Superintendencia del Mercado de Valores) emitió la Resolución N° 001-97-EF-94.10 – *Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos* (en adelante, el “Reglamento”).

El mercado de Procesos de Titularizaciones<sup>3</sup> de Colombia y el mercado de Procesos de Titulización de Activos del Perú, a pesar de tener una diferencia de cuatro años en su incorporación en la regulación de cada país, han tenido un desarrollo sustancialmente diferente, tanto en volumen, características de los esquemas de financiamiento y monto de las operaciones, lo cual conlleva a preguntarnos cuales son las diferencias -desde la regulación de ambos países así como desde la función de sus respectivos reguladores - que han coadyuvado o no al desarrollo de este mercado.

Los Procesos de Titulización de Activos conllevan una serie de beneficios tanto para los Fideicomisarios como para los Fideicomitentes, tanto desde un punto de vista legal, financiero y tributario, sin embargo, son percibidas como costosas en comparación con otros esquemas de financiamiento similares -como por ejemplo las operaciones de financiamiento respaldadas con fideicomisos de garantía o financiamientos con garantías hipotecarias- lo cual podría deberse a que la actual regulación generaría ineficiencias en el mercado de los Procesos de Titulización de Activos, con sobrecostos de transacción regulatorios que son trasladados a la estructura del Proceso de Titulización de Activos y, por ende, al Fideicomitente, sobrecostos que no se encontrarían debidamente justificados.

---

financiamiento la Resolución N° 001-2020-SMV, mediante el cual la SMV constituyó su primer precedente de observancia obligatoria, el Decreto Legislativo N° 774 – *Ley del Impuesto a la Renta*, la Resolución SUNARP N° 316-2008-SUNARP-SN, mediante el cual se establecieron lineamientos para la inscripción de fideicomisos, la Ley N° 26702 – *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros*, la Resolución SBS N° 1010-99 – *Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios*, la Ley N° 27287 – *Ley de Títulos Valores*, Decreto Legislativo N° 295 – *Código Civil*, y demás aplicables, de acuerdo con la naturaleza, características y elementos de los activos que serán objeto del Proceso de Titulización de Activos y con la estructura diseñada.

<sup>3</sup>Término usado en la legislación de la República de Colombia.

Por otro lado, podemos notar en los últimos años un incremento de Sociedades Tituladoras que brindan el servicio de Fiduciarios en los Procesos de Titulización de Activos mediante Fideicomisos Titulizados, siendo conformado este mercado por nueve entidades autorizadas, de las cuales cuatro de estas se encuentran relacionadas a entidades bancarias<sup>4</sup>, cuatro son independientes a entidades bancarias<sup>5</sup> y una entidad pertenece al estado peruano<sup>6</sup>, esto nos da como indicio que el mercado de Procesos de Titulización de Activos ha ido incrementando en el tiempo, toda vez que aparecen nuevos proveedores de este servicio<sup>7</sup>, sin embargo en comparación con otras mercado, como el de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión o Sociedades Administradoras de Fondos, podemos notar que no se ha desarrollado a la par, como podemos notar a continuación:

**Tabla 1<sup>8</sup>:**

*Sociedades Tituladoras*

<b>DENOMINACIÓN</b>	<b>AÑO DE AUTORIZACIÓN</b>
<b>Acres Sociedad Tituladora S.A.</b>	<b>2011</b>
<b>BBVA Sociedad Tituladora S.A.</b>	<b>1999</b>
<b>BD Capital Sociedad Tituladora S.A.</b>	<b>2021</b>
<b>Credicorp Capital Sociedad Tituladora S.A.</b>	<b>1998</b>
<b>Grupo Coril Sociedad Tituladora S.A.</b>	<b>1997</b>
<b>Internacional de Títulos Sociedad Tituladora S.A.</b>	<b>1999</b>
<b>Scotia Sociedad Tituladora S.A.</b>	<b>1999</b>
<b>Trust Sociedad Tituladora S.A.</b>	<b>1999</b>
<b>Total</b>	<b>8</b>

<sup>4</sup>BBVA Sociedad Tituladora S.A, Credicorp Capital Sociedad Tituladora S.A., Internacional de Títulos Sociedad Tituladora S.A.; y, Scotia Sociedad Tituladora S.A.

<sup>5</sup>ACRES Sociedad Tituladora S.A., BD Capital Sociedad Tituladora S.A., Grupo Coril Sociedad Tituladora S.A.; y, TRUST Sociedad Tituladora S.A.

<sup>6</sup>Corporación Financiera de Desarrollo S.A. (en adelante, “COFIDE”)

<sup>7</sup>Como se podrá notar en la presente investigación, el mecanismo mediante el cual se realizan mayores operaciones de Procesos de Titulización de Activos en el Perú es mediante los Fideicomisos de Titulización, regulados en el artículo 301° de la LMV, en los cuales las Sociedades Tituladoras pueden desempeñar la función de fiduciarios del mismo, por ende, es un indicador que el mercado de Procesos de Titulización de Activos en el Perú mediante los Fideicomisos de Titulización viene creciendo en cuanto encontramos mayores proveedores de este servicio, lo cual nos indica que hay una oferta que se condice con la demanda.

<sup>8</sup>Para la elaboración de la Tabla 1 no se tomará en cuenta a COFIDE.

**Tabla 2:**

Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión

<b>DENOMINACIÓN</b>	<b>AÑO DE AUTORIZACIÓN</b>
<b>AC Capitales SAFI S.A.</b>	<b>2002</b>
<b>Acres SAFI S.A.</b>	<b>2017</b>
<b>ANKA SAFI S.A.</b>	<b>2021</b>
<b>Capia SAFI S.A.</b>	<b>2014</b>
<b>Core Capital SAFI S.A.</b>	<b>2017</b>
<b>Diaphanum SAFI S.A.C</b>	<b>2018</b>
<b>Enfoca SAFI S.A.</b>	<b>2007</b>
<b>FIT Capital SAFI S.A.</b>	<b>2013</b>
<b>HMC Asset Management S.A. SAFI</b>	<b>2019</b>
<b>Larrain Vial S.A. SAFI</b>	<b>2006</b>
<b>MGI SAFI S.A.</b>	<b>2010</b>
<b>Popular S.A. SAFI</b>	<b>2007</b>
<b>Sigma SAFI S.A.</b>	<b>2005</b>
<b>W Capital SAFI S.A.</b>	<b>2012</b>
<b>Total</b>	<b>14</b>

**Tabla 3:**

Sociedades Administradoras de Fondos

<b>DENOMINACIÓN</b>	<b>AÑO DE AUTORIZACIÓN</b>
<b>Andean Crown SAF S.A.</b>	<b>2014</b>
<b>BBVA Asset Management S.A. SAF</b>	<b>2007</b>
<b>BD Capital SAF S.A.</b>	<b>2019</b>
<b>Blum SAF S.A.</b>	<b>2021</b>
<b>Compass Group SAF S.A.</b>	<b>2023</b>
<b>Credicorp Capital S.A. SAF</b>	<b>2015</b>
<b>Diviso SAF S.A.</b>	<b>2011</b>
<b>Dorado Asset Management SAF S.A.</b>	<b>2022</b>
<b>Faro Capital SAF S.A.</b>	<b>2017</b>
<b>FLIP SAF S.A.C</b>	<b>2019</b>
<b>Fondos SURA SAF S.A.C.</b>	<b>2008</b>
<b>Grupo Coril SAF S.A.</b>	<b>2020</b>

<b>Interfondos S.A. SAF</b>	<b>2016</b>
<b>Macrocapitales SAF S.A.</b>	<b>2022</b>
<b>Prudential SAF S.A.C.</b>	<b>2021</b>
<b>Total</b>	<b>15</b>

Asimismo, respecto a los Fideicomisos de Titulización constituidos hasta el 31 de diciembre del 2024, podemos denotar que en casi la totalidad de casos los valores que se emiten con respaldo de estos -en el Proceso de Titulización de Activos- son objeto de oferta privada, incluso en los Procesos de Titulización en los cuales el Fideicomitente es una entidad del Estado Peruano, como es el caso de la Municipalidad Metropolitana de Lima, lo que conlleva a que no se encuentren registrados en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV ni puedan ser una alternativa de inversión para inversionistas que no califiquen como Inversionistas Institucionales. En comparación con otras economías, como en el caso de Colombia, el mercado de Procesos de Titulización de Activos no se ha desarrollado sustancialmente respecto al monto de las operaciones, cantidad, relevancia y oferta pública de los valores mobiliarios que se emiten en estos esquemas financieros<sup>9</sup>.

También podemos encontrar que la SMV, mediante el Precedente de Observancia Obligatoria N° 001-2020-SMV (en adelante, el “Precedente”) y la Resolución SMV N° 007-2022-SMV/01 (en adelante, la “Resolución”), han incorporado criterios, interpretaciones y modificaciones a la normativa de los Procesos de Titulización de Activos que generaron incertidumbre en los principales actores de este mercado, como son los Fideicomitentes, Fideicomisarios y Fiduciarios, sobre todo teniendo en cuenta que estas modificaciones fueron aplicadas de manera retroactiva, conforme podemos corroborar en la cuarta disposición complementaria de la Resolución.

---

<sup>9</sup> En el mercado colombiano podemos encontrar que -a diferencia del mercado peruano- los proveedores del servicio de titularización son -sustancialmente- menores en comparación al número de Sociedades Titulizadoras peruanas, destacándose la Titularizadora Colombiana, sin embargo, el tamaño de las operaciones que se dan es sustancialmente mayor al mercado peruano.

Debe tenerse en cuenta que uno de los mayores sobrecostos regulatorios que existen en la actual regulación de Procesos de Titulización de Activos es la exigencia de aumento del capital social de las Sociedades Titulizadoras en relación al activo administrado que administran mediante los Fideicomisos de Titulización en los cuales han sido designados como Fiduciarios, de acuerdo con lo regulado en el artículo 18° del Reglamento, sin establecerse un límite máximo al aumento de capital exigible a estas, a diferencia de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión que si cuentan con un límite máximo de patrimonio mínimo exigible, de acuerdo con el artículo 130° de la Resolución SMV N° 029-2014-SMV-01 – *Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras*<sup>10</sup> (en adelante, el “RLFI”).

Finalmente, cabe preguntarnos si (i) el aumento de capital requerido a las Sociedades Titulizadoras realmente es coherente con el tipo de operación y cuáles son las diferencias respecto a las Empresas de Servicios Fiduciarios, que llevan a cabo actividades similares en

---

<sup>10</sup> Cabe tener en cuenta que el límite máximo de patrimonio mínimo exigible a las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión fue incorporado en la legislación peruana mediante el artículo 1° de la Resolución CONASEV N° 006 – 2006 –EF-94.10 (en adelante, “Modificación”), que modificó el artículo 109° de la Resolución CONASEV N° 042-2003-EF-94-10 – *Reglamento de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras* (ahora derogada).

Podemos encontrar en la Modificación que, de acuerdo con el quinto párrafo de su considerando, esta medida buscaba promover la industria de fondos de inversión, así como evitar sobrecostos que afecten el desarrollo de la industria, este criterio se ha mantenido en el RLFI.

Por otro lado, de una lectura del Informe N° 36-2006-EF/94.55, de fecha 19 de enero del 2006, emitido por la Gerencia de Intermediarios y Fondos de CONASEV (en adelante, “Primer Informe”), que es referido en la Modificación, encontramos que la Gerencia de Intermediarios y Fondos había identificado, conforme se puede corroborar en el numeral 1 de la sección I del Primer Informe, que las sociedades administradoras de fondos de inversión encontraban como desincentivo el aumento de capital sin limitación alguna, en cuanto los llevaba a incurrir en mayores costos financieros, sin que estos se vean -de acuerdo con el informe- necesariamente reflejados en una mayor infraestructura o en asumir mayores costos operativos. Asimismo, de acuerdo con el numeral 3 de la sección I del Primer Informe, se afirma que un aumento de los activos que administran las sociedades administradoras de fondos de inversión mediante los fondos de inversión no conlleva a que estas aumenten su capital o patrimonio.

los fideicomisos regulados en la Ley N° 26702 - *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros*; y, (ii) cual es el valor que se incorpora -en los Procesos de Titulización de Activos- el exigir un aumento de capital social a la Sociedad Titulizadora, teniendo en cuenta que el valor mobiliario a emitirse en los Procesos de Titulización de Activos se encuentra respaldado por el Fideicomiso de Titulización y no por el capital social de la Sociedad Titulizadora.



## CAPITULO I: PROCESOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

De acuerdo con el artículo 294<sup>o11</sup> de la LMV, en la República del Perú se puede llevar a cabo Procesos de Titulización de Activos mediante (i) la constitución de Fideicomisos de Titulización, los cuales se encuentran definidos en el artículo 301<sup>o</sup> de la LMV, (ii) patrimonios de sociedades de propósito especial, definidos en el artículo 324<sup>o</sup> de la LMV; o, (iii) mediante otros patrimonios de propósito exclusivo idóneos que establezca la Superintendencia del Mercado de Valores, para esta investigación nos centraremos en los Procesos de Titulización de Activos realizados mediante Fideicomisos de Titulización, toda vez que es la modalidad más utilizada en el mercado de valores peruano debido a la versatilidad de los mismos, así como sus beneficios tanto para los Fideicomitentes y Fideicomisarios.

A fin de comprender los Procesos de Titulización de Activos realizados mediante Fideicomisos de Titulización es necesario entender el proceso histórico de la regulación del Fideicomiso<sup>12</sup> en el Perú, así como sus características sustanciales. Paulo Comitre (2015, pp. 30-31) nos comenta que en el artículo 94<sup>o</sup> del Decreto Ley N° 7159 – *Ley de Bancos*, de 1931, y en los artículos 110<sup>o</sup>, 115<sup>o</sup>, 136 y 334<sup>o</sup> del Decreto Legislativo N° 637<sup>o</sup> - *Ley General de Instituciones Bancarias Financieras de Seguros*, de 1991, se utilizaban términos como “fideicomitente”, “fideicomiso” y “fideicomisario”, lo cual denota que era una figura jurídica

---

<sup>11</sup>Jorge Lazo (2007, pp. 181-184) nos comenta que el artículo 294<sup>o</sup> de la LMV incorpora en la legislación peruana dos modalidades de *securitization*: (i) *pass through* (mediante la constitución de fideicomisos de titulización); y, (ii) *pay trough* (mediante el uso de sociedades propósito).

<sup>12</sup>De acuerdo con Raúl Chanamé Orbe (2014) el término fideicomiso se origina de dos palabras en latín, que son: (i) *fides*, cuyo significado es “fe” que, de acuerdo con la Real Academia Española (2001), tiene como significado – entre una de sus acepciones- confianza o buen concepto que alguien; y, (ii) *commisus*, que tiene entre uno de sus significados “comisión”, palabra que- de acuerdo con la Real Academia Española (2001)- significa “orden” o “facultad” que se le brinda a otra persona para que esta lleve a cabo determinadas acciones, por ende podemos esbozar que el término fideicomiso significa el acto de otorgar a una persona, en base al buen concepto que se tiene de esta, la confianza de ejecutar determinadas acciones, de acuerdo con los términos y condiciones establecidas por la persona que otorga la confianza.

conocida por el legislador desde 1931, sin embargo, no había sido debidamente definida en la legislación peruana.

En 1993, mediante el artículo 314<sup>o13</sup> del Decreto Legislativo N° 770 – *Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros*, se define el concepto de Fideicomiso, estableciéndolo como la relación jurídica entre dos personas denominadas Fideicomitente y Fiduciario, mediante el cual el primero transfiere bienes al segundo, a fin de que este las utilice en favor del Fideicomitente o de un tercero beneficiario del Fideicomiso, denominado Fideicomisario. Posteriormente, en octubre de 1996, mediante la promulgación de la LMV, se incorpora la definición de los Fideicomiso de Titulización, en el artículo 301<sup>o14</sup> de la

---

<sup>13</sup>La redacción del artículo 314° del Decreto Legislativo N° 770 – *Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros*, era la siguiente:

*“Artículo 314.- El **Fideicomiso** es una **relación jurídica** por la cual una persona, llamada fideicomitente, **transfiere** uno o más bienes a otra persona, llamada fiduciario, quien se obliga a utilizarlos en favor de aquél, o de un tercero llamado fideicomisario.”* (subrayados es propio)

<sup>14</sup>La redacción inicial del artículo 301° de la LMV era la siguiente:

*“Artículo 301.- Fideicomiso de Titulización.- 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 éste último y afecto a la finalidad específica de servir de respaldo a los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario. Únicamente las sociedades tituladoras a que se refiere el artículo siguiente, salvo los supuestos de excepción que establezca la CONASEV mediante disposiciones de carácter general, pueden ejercer las funciones propias del fiduciario en los procesos 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.”* (subrayado es propio)

LMV, precisando -a su vez- el concepto de Fideicomiso con el que ya contaba la regulación peruana mediante el Decreto Legislativo N° 770 y se definen alcances de conceptos sustanciales de esta figura, como es el de Dominio Fiduciario, el cual es desarrollado en el artículo 313<sup>o15</sup> de la LMV, estableciendo que este dota al Fiduciario de potestades de administración, uso, disposición y reivindicación respecto de los activos que conforman el patrimonio fideicometido, que se genera por la constitución del Fideicomiso, así como los límites de estas potestades.

Posteriormente, en diciembre de 1996, mediante la Ley N° 26702 – *Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros* (en adelante, la “LGSF”), se incorpora el concepto de Fideicomiso, desarrollado en la LMV, en la regulación del sistema financiero, conforme podemos encontrar en el artículo 241° de la LGSF, por ende, a diferencia de lo expresado por Paul Comitre (2015, pp. 30), quien indica que el Fideicomiso, así como sus características y elementos se han originado en la regulación de la banca tradicional, podemos afirmar que es mediante la regulación del mercado de valores que se introduce y precisa el concepto de Fideicomiso,

---

<sup>15</sup>La redacción inicial del artículo 313° de la LMV era la siguiente:

*“Artículo 313°.- Dominio Fiduciario.- Sobre el patrimonio fideicometido la sociedad tituladora ejerce un dominio fiduciario, el mismo que le confiere plenas potestades, incluidas las de administración, uso, disposición y reivindicación sobre los activos que integran el patrimonio fideicometido, las mismas que son ejercidas con arreglo a la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso y con observancia de las limitaciones que se hubieren establecido en el acto constitutivo.*

*El dominio fiduciario sobre los activos y sus garantías surte efectos frente a terceros desde que la transferencia fiduciaria de los activos y garantías inscribibles sea anotada en el registro público.*

*Los registros y demás instrumentos en los que consten los actos que se efectúen en virtud del dominio fiduciario deberán expresar dicha circunstancia, con indicación del patrimonio fideicometido correspondiente.*

*Si así resultara del acto constitutivo, lo dispuesto en el párrafo anterior es de aplicación a los otros activos adquiridos con los frutos de los activos fideicometidos o con el producto de actos de disposición sobre ellos” (subrayado es propio)*

Dominio Fiduciario, Fideicomisario, Fideicomitente y Fiduciario<sup>16</sup>, toda vez tanto en el Decreto N° 7159, Decreto Legislativo N° 637 y Decreto Legislativo N° 770 solo se hacían referencia a algunos elementos del Fideicomiso, e incluso incluía algunos conceptos errados como -por ejemplo- que el Fiduciario adquiriría la propiedad de los bienes que se le son entregados, lo cual es corregido por la LMV.

Como comentamos en los párrafos precedentes, uno de los elementos sustanciales del Fideicomiso es el de Dominio Fiduciario, el cual -antes de la entrada en vigencia de la LMV, no se encontraba desarrollada e incluso, como podemos notar en los artículos 314°, 316°, 319° y 326° del Decreto Legislativo N° 770 – *Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros* (en adelante, la “Anterior LGSF”), se establecía que el Fiduciario adquiriría la propiedad sobre los bienes y la titularidad de los derechos que eran aportados por el Fideicomisario mediante la transmisión fideicomisaria, de acuerdo con los artículos 318° y 332° de la Anterior LGSF, lo cual dista del concepto de Fideicomiso, en cuanto es un patrimonio autónomo conformado por los bienes fideicomitidos cuya administración, gestión, uso y disposición de los son transferidos de manera temporal al Fiduciario a fin de que este los gestione conforme al acto constitutivo del Fideicomiso, lo cual no conlleva que

---

<sup>16</sup>Debe tenerse en cuenta que en un proceso de titulización de activos existen diferentes roles diferentes al de Fideicomitente, Fideicomisario y Fiduciario, de una revisión de la LMV y del Reglamento, podemos identificar los siguientes participantes:

1. Fideicomitente/Originador.
2. Fiduciario.
3. Fideicomisario.
4. Factor Fiduciario.
5. Representante de Fideicomisarios.
6. Estructurador.
7. Mejorador.
8. Agente Colocador.
9. Servidor.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que la regulación permite que una entidad pueda llevar a cabo más de un rol, por ejemplo, la Sociedad Titulizadora puede tener el rol de fiduciario, representante de fideicomisarios, estructurador, agente colocador e incluso fideicomitente, lo cual demuestra la maleabilidad de los esquemas de procesos de titulización de activos.

el Fiduciario adquiere la propiedad de los bienes fideicometidos, de acuerdo con lo explicado por Freddy Escobar Rozas (2006, pp. 109), asimismo Paul Castritius (2012, pp. 36-37) también nos recalca que el dominio fiduciario no es un tipo de propiedad sino un tipo de dominio que tiene el Fiduciario respecto de los bienes que le son entregados.

Es así que las acciones del Fiduciario respecto del Fideicomiso y los bienes fideicometidos que lo conforman se encuentran restringidas a lo regulado en el acto constitutivo del Fideicomiso, por ende, como nos menciona Escobar Rozas (2006, pp.110-112), que exista una restricción a la administración y gestión de los bienes fideicometidos colisiona con el concepto de propiedad, en cuanto una de las características fundamentales del derecho de propiedad, como lo indican tanto Freddy Escobar Rozas (2006, pp. 118) como Jorge Avendaño y Francisco Avendaño (2017, pp. 56-65), es la facultad más amplia y completa que tiene el titular del derecho de propiedad respecto del bien, lo que le permite a su libre albedrío – de conformidad con el artículo 923° del Decreto Legislativo N° 295 - *Código Civil* (en adelante, el “Código Civil”) – poder usar, disfrutar, disponer y reivindicar un bien<sup>17</sup>, lo que incluye a su vez que el titular del derecho de propiedad puede, en caso lo considere conveniente para sus intereses, destruir el bien del cual es propietario, algo que no es posible de realizar por el Fiduciario, por ende, este no tiene derecho de propiedad sobre estos bienes.

Asimismo, la Superintendencia del Nacional de los Registros Públicos (en adelante, la “SUNARP”) ha determinado, de acuerdo con los antecedentes y consideraciones de la Directiva N° 007-2008-SUNARP-SN, contenida en la Resolución de la Superintendente Nacional de los Registros Públicos N° 316-2008-SUNARP-SN, que la transferencia de dominio fiduciario no es una transferencia de propiedad pero si constituye un derecho real en favor del fiduciario de carácter temporal y con limitaciones establecidas en el acto

---

<sup>17</sup>En relación al artículo 923° del Código Civil, debe tenerse en cuenta que el derecho de propiedad debe ejercerse en armonía con el interés social y dentro de los límites de la ley, estableciendo el Código Civil -en su artículo 925°- que se pueden dar restricciones legales a la propiedad de parte de la administración por causas de necesidad y utilidad públicas o de interés social, pudiendo incluso el titular del derecho de propiedad perder este derecho respecto del bien mediante la expropiación del mismo por parte de la administración, conforme se reconoce en el artículo 928° del Código Civil.

constitutivo, por lo cual debe ser tratado -para efectos de los registros públicos a cargo de la SUNARP- como una cesión de dominio, debiendo registrarse esta cesión de dominio en el rubro de títulos de dominio.

Habiendo detallado el origen del Fideicomiso en la legislación peruana, así como una de las características más sustanciales de esta como es el Dominio Fiduciario, cabe definir a los Procesos de Titulización de Activos, los cuales se encuentran regulados mediante la LMV y el Reglamento, los cuales Jorge Lazo (2007, pp. 178-180) define como el proceso mediante el cual activos ilíquidos sirven de respaldo para la emisión de valores mobiliarios, los cuales son respaldados por los activos ilíquidos como subyacente de los valores mobiliarios adquiridos por inversionistas, definición que comparte Constanza Blanco Barón (2017, pp. 8-9) para definir la Titularización de Activos de Colombia, la cual la define como la conversión de activos ilíquidos en papeles negociables.

Sin embargo, de una lectura de los artículos 291°, 292°, 204°, 295°, 301°, 308° y 314° de la LMV podemos esbozar una definición más precisa de los Procesos de Titulización de Activos, el cual -para nosotros- es el proceso mediante el cual a través de un patrimonio autónomo el Fideicomitente<sup>18</sup> transfiere el dominio fiduciario de bienes o derechos - presentes o futuros- en favor del Fiduciario a fin de que este - con cargo al patrimonio autónomo constituido - realice la emisión de valores mobiliarios<sup>19</sup> que confieren a su titular la calidad de Fideicomisario, cuyos derechos son reconocidos y serán pagados por el Fideicomiso<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup>De conformidad con el artículo 301° de la LMV, el Fideicomitente y el Fiduciario pueden ser la misma persona jurídica, obligándose a transferir el Dominio Fiduciario de los bienes fideicometidos en favor del Fideicomiso de Titulización de Activos.

<sup>19</sup>El artículo 314° de la LMV establece que los valores mobiliarios emitidos por el Fiduciario, en los procesos de titulización de activos, en favor de los Fideicomisarios pueden ser de contenido crediticio, como por ejemplo bonos titulizados, o de participación, como por ejemplo certificados de participación titulizados.

<sup>20</sup>Cabe señalar que de una lectura inicial se podría interpretar que el Fideicomisario debe ser un tercero ajeno al Fiduciario y al Fideicomitente, sin embargo, podemos notar que en el numeral 3 del artículo 265° de la LGSF se establece que es el fideicomiso es nulo cuando el fideicomitente es designado como fideicomisario, **salvo en los Fideicomisos de Titulización**. Por ende, en los Fideicomisos de Titulización el Fideicomisario puede ser el Fideicomitente, toda vez que no se sanciona con nulidad este escenario, lo cual conlleva a

## **1.1: LO BUENO, LO MALO Y LO INEFICIENTE DE LA REGULACIÓN DE LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ**

Luego de la introducción respecto a la historia de la implementación de la regulación de los Procesos de Titulización de Activos en la República del Perú, definición de conceptos clave de estos procedimientos, así como esbozar una definición de este tipo de operaciones financieras, cabe analizar tanto la LMV, el Reglamento y el Precedente, a fin de poder identificar los aciertos, desaciertos y oportunidades de mejora de la regulación actual de los Procesos de Titulización de Activos, con la finalidad de coadyuvar al desarrollo de este mercado. Para este análisis se tomará en cuenta el Manual para la Aplicación del Análisis de Impacto Regulatorio Ex Ante, aprobado mediante Resolución Ministerial N° 163-2021- PCM, Metodología para la evaluación de impactos del AIR Ex Ante, aprobado mediante Resolución Ministerial N° 141-2022-PCM y el Decreto Legislativo N° 1256, mediante el cual se aprobó la Ley de Prevención y Eliminación de Barreras Burocráticas.

---

que los valores emitidos en los Procesos de Titulización de Activos pueden ser adquiridos o entregados al Fideicomitente y este tendría la calidad de Fideicomisario.

Por otro lado, debe tenerse en cuenta que el artículo 301° de la LMV establece que los titulares de los valores mobiliarios que la sociedad tituladora emite con cargo al Patrimonio Fideicometido tienen la calidad de Fideicomisarios. Asimismo, el artículo 314° de la LMV dispone que los valores a emitirse pueden ser de (i) contenido crediticio, como son los bonos titulizados u instrumentos de corto plazo titulizados, (ii) de participación, que pueden ser certificados de participación; u, (iii) otros que disponga la SMV. Respecto a los certificados de participación a emitirse en favor del Originador, como podemos notar en el Precedente, no se prohíbe ni se discute la posibilidad de emitir certificados de participación en favor del Fideicomitente, se cuestiona si (i) los certificados emitidos pueden ser catalogados como valores mobiliarios, debido a que no cumplen con las características de masividad; y, (ii) la finalidad de los patrimonios fideicometidos.

## **LO BUENO DE LA REGULACIÓN DE LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ**

Uno de los aspectos positivos – y sustantivos – de la regulación de los Procesos de Titulización de Activos en el Perú es la intangibilidad del Patrimonio Fideicometido, establecido en el artículo 311° de la LMV, toda vez que la legislación peruana dota de protección a los Bienes Fideicometidos que conforman el Fideicomiso de Titulización de Activos en cuanto se establece que los Bienes Fideicometidos no se encuentran afectos al pago de obligaciones del Fiduciario, Fideicomisario y Fideicomitente, por ende los Bienes Fideicometidos solo serán gestionados para cumplir con las obligaciones contenidas en el acto constitutivo del Fideicomiso de Titulización de Activos, lo cual genera que el riesgo de contraparte de los actores principales de la operación se vea mitigado sustancialmente.

Asimismo, otro elemento sustancial que nos brinda la regulación actual es la contenida en el artículo 298° de la LMV en el cual establece protección a los Fideicomisarios toda vez que tanto en la constitución del Fideicomiso de Titulización de Activos como en la transferencia del Dominio Fiduciario de los bienes y derechos en favor del Fiduciario -para integrar el Patrimonio Fideicometido- no pueden ser declarados nulos por simulación, anulación o ineficacia por fraude cuando existan titulares -que obren de buena fe- de valores mobiliarios emitidos por la Sociedad Titulizadora con cargo al Patrimonio Fideicometido. Asimismo, el mismo artículo indica que la obligación de la transferencia de los Bienes Fideicometidos no puede ser afectadas por rescisión, lesión, resolución o reducción de la prestación por excesiva onerosidad, ni por resolución por incumplimiento por parte del Fideicomitente,

Los dos elementos de protección contenidos en el artículo 298° de la LMV dotan de la protección que requieren los Fideicomisarios para poder adquirir los valores mobiliarios, toda vez que garantizan que los Bienes Fideicometidos, que son el subyacente de los valores mobiliarios que han suscrito, no puedan ser afectados bajo las causales ya señaladas. Por otro lado, esta protección que dota la LMV a los

Fideicomisarios genera un beneficio sustancial en comparación de los Fideicomisarios de los Fideicomisos regulados en la LGSF, debido a que -como podemos corroborar en el artículo 245° de la LGSF- el perfeccionamiento de la protección de los Bienes Fideicometidos en favor de los Fideicomisos Bancarios<sup>21</sup> se da luego de seis meses<sup>22</sup>,

---

<sup>21</sup>A fin de poder diferenciar los Fideicomisos de Titulización de Activos con los Fideicomisos regulados mediante la LGSF se utilizará el término fideicomisos bancarios para hacer referencia a los Fideicomisos que se encuentran regulados en la LGSF que son distintos a los Fideicomisos de Titulización regulados por la LMV.

<sup>22</sup>Cabe señalar que de conformidad con los numerales 19.1 y 19.3, así como el literal f) del numeral 19.3, del artículo 19° de la Ley N° 27809 – *Ley General del Sistema Concursal* (en adelante, la “LGSC”), un juez puede declarar ineficaz los gravámenes, transferencias, contratos y demás actos jurídicos que perjudique el patrimonio del deudor concursado y que se hayan realizado o celebrado dentro del año anterior a la fecha de la solicitud de denuncia, por ende el fideicomiso de garantía puede ser declarado ineficaz en el marco de un proceso concursal, hecho que no pasa en los procesos de titulización de activos en cuando el artículo 298° de la LMV, sobre todo en el segundo párrafo del artículo antes referido, establece -de manera expresa- que no son de aplicación, en este caso, al Fideicomiso de Titulización las disposiciones que establecen la nulidad ni eficacia de la transferencia de dominio fiduciario que se encuentran en normas relativas a la reestructuración patrimonial de las empresas, como es la LGSC.

Por otro lado, mediante el Informe N° 0109-2020-MTPE/2/14.1, el Ministerio de Trabajo y Promoción del Empleo (en adelante, el “MTPE”) ha concluido que en materia de derechos laborales si le es aplicable el principio de persecutoriedad del crédito laboral si puede afectar al fideicomiso regulado en la LGSF, afectando los bienes fideicometidos otorgados en garantía, en favor de los trabajadores de los fideicomitentes, cabe señalar que la Sala de Derecho Constitucional y Social Permanente de la Corte Suprema de Justicia de la República del Perú, mediante la Consulta Expediente 303-2020- La Libertad, aprobó -entre otros puntos- que en el caso de los derechos labores, y en aplicación del principio de persecutoriedad del crédito laboral, es inaplicable el art. 253° de la LGSF, permitiendo que se afecten los bienes fideicometidos cuyo dominio fiduciario fueron transferidos en favor de fiduciarias que se encuentran supervisadas por la SBS, en favor de los trabajadores, cabe recalcar que respecto a los fideicomisos de titulización no hay un pronunciamiento del MTPE ni del poder judicial en el cual se establezca que le es aplicable el principio de persecutoriedad en los casos de procesos de titulización de activos mediante fideicomisos de titulización.

Finalmente, en caso de ejecución coactiva en procesos seguidos por la administración tributaria, mediante las Resolución del Tribunal Fiscal N° 02948-10-2015 y N° 00772-4-2015 se estableció que a pesar de que el dominio fiduciario lo tenga el fiduciario, en el marco de una operación de fideicomiso en garantía y al amparo de lo establecido en la LGSF, el fiduciario no pueda interponer una medida que busque afectar el proceso de ejecución coactiva de los inmuebles cuyos dominio fiduciario es titular, toda vez que no se ha transferido propiedad, por lo cual es plausible de ser embargado por la SUNAT por deudas que mantiene el Fideicomitente, lo cual debilita la figura del fideicomiso en garantía regulado

contados desde la última publicación realizada en el Diario Oficial, es decir, durante este tiempo un acreedor del Fideicomitente puede cuestionar la transferencia de Dominio Fiduciario de un activo, lo cual generaría que -por ejemplo en los fideicomisos de garantía regulados en el artículo 274° de la LGSF- pueda afectarse la garantía del Fideicomisario de los Fideicomisos Bancarios, incrementando el riesgo de la operación.

Como mencionamos, el procedimiento descrito en el párrafo precedente no es aplicable en los Procesos de Titulización de Activos en cuanto (i) no existe plazo en el cual un acreedor pueda accionar para solicitar la nulidad de la transmisión del dominio fiduciario de los bienes fideicometidos; y, (ii) no existe obligación alguna de realizar publicaciones en el Diario Oficial El Peruano para perfeccionar la constitución y la transferencia del Dominio Fiduciario de los Bienes Fideicometidos para la constitución del Fideicomiso de Titulización de Activos.

Sin embargo, cabe preguntarnos por qué en los Fideicomisos Bancarios existe este procedimiento de protección a los acreedores del Fideicomitente y no en los Fideicomisos de Titulización de Activos, a fin de poder esbozar una respuesta a esta diferenciación, desde la naturaleza de la operación, es recomendable analizar dos instituciones que tienen este tipo de diferencias respecto del ejercicio de los acreedores a cuestionar la operación y las publicaciones en el Diario Oficial El Peruano, que son los procesos de escisión de sociedades y las reorganizaciones simples de sociedades.

De conformidad con el artículo 367° de la Ley N° 26887 – *Ley General de Sociedades* (en adelante, la “LGS”), mediante la escisión una sociedad fracciona su patrimonio en dos o más bloques a fin de transferirlos a otra sociedad o constituir una con este bloque patrimonial, a fin de que la escisión pueda configurarse de manera

---

en la LGSF, cabe señalar que en el marco de procesos de titulización de activos mediante fideicomisos de titulización, este riesgo no se ha generado y en caso la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria busque aplicar este criterio se estaría afectando directamente lo regulado en el artículo 298° de la LMV, afectando los derechos de los Fideicomisarios.

plena -entre otros requisitos- de conformidad con los artículos 43° y 380° de la LGS se debe realizar la publicación del acuerdo en el Diario Oficial El Peruano y en un diario de mayor circulación, a fin de que los acreedores de la sociedad o sociedades que serán afectadas por la escisión puedan, de conformidad con los artículos 219° y 383° de la LGS, ejercer su derecho de oposición en caso considere que su derecho de acreencia se ve afectado por la escisión.

Por otro lado, en la reorganización simple de sociedades, regulada en el artículo 391° de la LGS, no es exigible las publicaciones ni se genera un derecho de oposición en favor de los acreedores<sup>23</sup>, conforme explica Elías Laroza (2015, pp. 767-768), el derecho de oposición reconocido por la LGS se basa en que toda vez que en los procesos de escisión intervienen solo las sociedades y para la transferencia de los bloques no se requiere de participación de los acreedores, mediante el derecho de oposición se dota de derechos que pueden ser ejercido por los acreedores de las sociedades participantes a fin de salvaguardar sus derechos como acreedores, con la finalidad de que no se perjudiquen sus acreencias mediante la modificación del patrimonio de sus deudoras.

Debe tenerse en cuenta que en los procesos de escisión de sociedades, de acuerdo con lo establecido en el artículo 367° de la LGS, las acciones o participaciones que se generen y transfieran producto de la escisión no son destinadas para la sociedad escidente sino para los accionistas de esta, lo cual no ocurre en los procesos de reorganización simple en cuanto es la sociedad que segrega el bloque patrimonial, de conformidad con el artículo 391° de la LGS, que recibe -como contraprestación- las acciones o participaciones que la sociedad que ha recibido el aporte del bloque patrimonial emita, por ende no hay una afectación al patrimonio de la sociedad, toda

---

<sup>23</sup> Asimismo, podemos notar en la Resolución del Superintendente Nacional de los Registros Públicos N° 200-2001-SUNARP-SN, mediante el cual se aprueba el Reglamento del Registro de Sociedades, que se establece en su artículo 131° que no es exigible para la inscripción del acuerdo de reorganización simple la constancia de no haberse formulado oposición por los acreedores, a diferencia de lo establecido en el literal a) del artículo 124° del reglamento referido.

vez que es una modificación de activo por activo, a diferencia del procedimiento de escisión. Teniendo en cuenta lo expuesto procederemos a esbozar la lógica jurídica - financiera del origen de la diferencia entre los Fideicomisos Bancarios<sup>24</sup> y los Fideicomisos de Titulización de Activos, respecto a la acción de nulidad de la transmisión fideicomisaria.

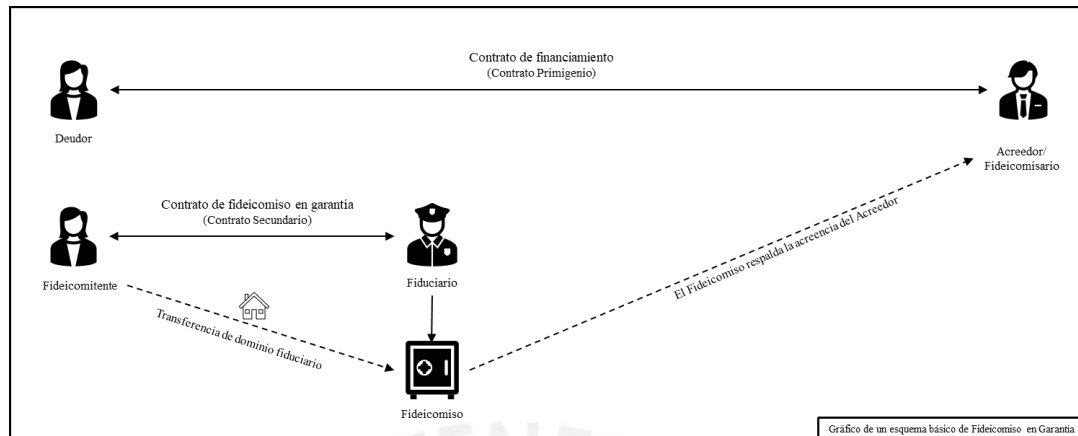
En los Fideicomisos de Garantía podemos encontrar, en un esquema básico, la convivencia de dos contratos: (i) un contrato mediante el cual una entidad brinda -por ejemplo- financiamiento a otra entidad; y, (ii) un contrato de fideicomiso de garantía que respalda las obligaciones del deudor en el contrato primigenio. Como podemos notar en este esquema el obligado del pago del financiamiento es la sociedad que será Fideicomitente en el Fideicomiso que constituirá en favor del acreedor (Fideicomisario) a fin de que en caso este no cumpla con sus obligaciones del contrato primigenio el acreedor pueda llevar a cabo la ejecución del bien que conforma el Fideicomiso de Garantía, teniendo una prelación exclusiva respecto de otros acreedores del deudor.

En este esquema podemos ver que si hay una afectación del patrimonio del deudor, toda vez que transfiere el dominio fiduciario de un activo en específico para que pueda ser una garantía exclusiva del acreedor del contrato primigenio, disminuyéndose -en la práctica- el patrimonio del deudor toda vez que al transferir el dominio fiduciario de un activo en favor del Fideicomiso Bancario el ejercicio del derecho de propiedad del Fideicomitente se encuentra limitado temporalmente y es el Fiduciario quien – de conformidad con lo establecido en el acto constitutivo del Fideicomiso- llevará a cabo todas las acciones correspondientes para que la finalidad del Fideicomiso se cumpla, que en este caso es garantizar el cumplimiento de las obligaciones del contrato principal de financiamiento.

---

<sup>24</sup>Para el análisis se utilizará los Fideicomisos de Garantía, regulado en el artículo 274° de la LGS, a fin de compararlo con los Fideicomisos de Titulización de Activos.

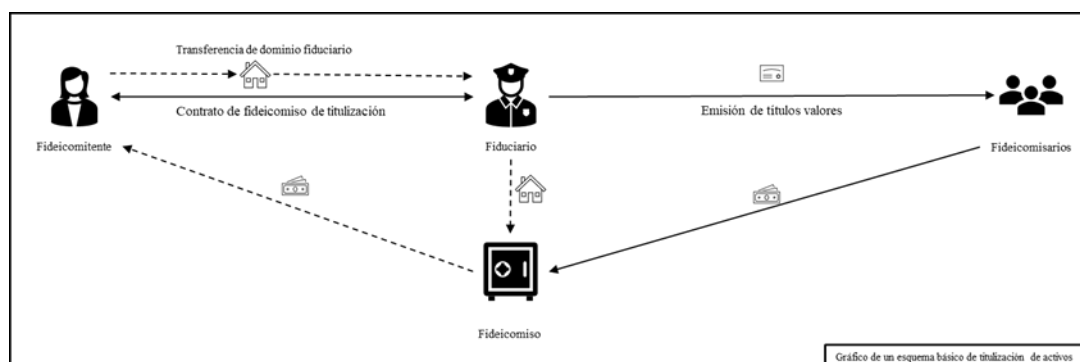
Figura 1. Esquema de básico de operación de financiamiento con un fideicomiso en garantía.



Ahora, en los Procesos de Titulización de Activos existe una diferencia sustancial respecto a los Fideicomisos de Garantía, el obligado de cumplir con sus obligaciones frente a los Fideicomisarios no es el Fideicomitente, es el Patrimonio Fideicometido<sup>25</sup>, conforme lo describen Jorge Lazo (2015), la liquidez que se obtiene producto del Proceso de Titulización de Activos es en beneficio del Fideicomitente, por ende, se puede aducir que en base al aporte que este hace al Patrimonio Fideicometido obtiene -luego de la colocación de los valores emitidos- una liquidez con la cual no contaba en un inicio, lo cual puede generar que tenga mayor capacidad de pago frente a sus acreedores, este efecto -haciendo un símil con la reorganización simple de sociedades- es un cambio de activo ilíquido por un activo líquido, lo cual en principio no afecta los derechos de los acreedores del Fideicomitente.

<sup>25</sup>Debe tenerse en cuenta que para para el uso del presente ejemplo se parte de un esquema de titulización simple, mediante el cual se aporta el dominio fiduciario de bienes en favor del fiduciario para que conforme el patrimonio fideicometido y que, con cargo a este, se emitan los valores mobiliarios correspondientes que serán adquiridos por los fideicomisarios, sin desconocer que dentro del acto constitutivo del patrimonio fideicometido se pueden incluir obligaciones de hacer del fideicomitente que en caso de incumplimiento puedan generar un hecho que permita al fideicomisario poder ejecutar el patrimonio fideicometido.

Figura 2. Esquema de básico de operación de titulización de activos.



Finalmente, otro aspecto a destacar de la regulación de los Procesos de Titulización de Activos, y que lo diferencia de la regulación de los Fideicomisos Bancarios, es la posibilidad de contar dentro del esquema de la operación con un representante de los fideicomisarios o no, conforme se establece en el literal n) del artículo 11° del Reglamento, lo cual difiere con lo regulado en el artículo 267° de la LGSF, en el cual se establece la obligación de contar con un representante de fideicomisarios que velen por los intereses de los Fideicomisarios en caso excedan de cinco. Respecto a esto es importante tener en cuenta que -a diferencia de los Fideicomisos Bancarios o de las emisiones de bonos corporativos<sup>26</sup>- el legislador a estimado conveniente que sea el Fideicomitente que decida si el Patrimonio Fideicometido asuma los gastos que se generarían en caso de contar con un tercero que asuma el rol de Representante de Fideicomisarios o establecer que sea el Fiduciario quien realice esta función, lo cual podría conllevar a que la estructura de la operación sea más eficiente a nivel de gastos.

<sup>26</sup>De acuerdo con lo establecido en el artículo 308° de la LGS, uno de los elementos esenciales para la emisión de obligaciones de una sociedad es que esta conste en una escritura pública, en la cual debe intervenir el representante de los obligacionistas, el mismo que -de acuerdo con el segundo párrafo del artículo 306° de la LGS debe cumplir con unos requisitos mínimos que (i) ser una sociedad empresa bancaria, financiera o sociedad agente de bolsa.

## **LO INEFICIENTE DE LA REGULACIÓN DE LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ**

A pesar de que podemos notar características ventajosas en la regulación de los Procesos de Titulización de Activos, existen requisitos o sobrecostos que generan ineficiencias en este tipo de esquemas, siendo uno de estos lo establecido en el artículo 18° del Reglamento, en el cual se establece que el capital social de las Sociedades Titulizadoras debe incrementarse en función al valor de los activos de todos los Patrimonios Fideicometidos que se encuentran en su dominio, asimismo se establece que el patrimonio neto de la Sociedad Titulizadora no podrá ser inferior al capital social de la Sociedad Titulizadora, sin embargo podemos encontrar que para el caso de los Fiduciarios de los Fideicomisos Bancarios, conforme con el tercer párrafo del artículo 241° de la LGSF, los activos que forman parte de los Fideicomisos Bancarios no generan cargos al patrimonio efectivo del Fiduciario, como podemos percatarnos existe un tratamiento diferenciado respecto al capital social y patrimonio de los Fiduciarios en los Procesos de Titulización de Activos y en los Fideicomisos Bancarios.

Elías Laroza (2017, pp. 226-229) señala que el capital social de una sociedad tiene como una de sus finalidades la protección de los terceros que puedan contratar con esta, a fin de que la sociedad pueda hacer frente a sus obligaciones pecuniarias, sin embargo cabe preguntarnos si el Fiduciario, en principio, responde por las obligaciones del Fideicomiso, como podemos notar tanto en la LMV, el Reglamento, la LGSF y en la Resolución SBS N° 1010-99 - Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios (en adelante, el “Reglamento de Fiduciarios”), el Fideicomiso es un patrimonio autónomo diferente tanto al Fideicomitente, Fideicomisario y Fiduciario, respondiendo este -el Fideicomiso- a sus obligaciones conforme con el acto constitutivo.

Asimismo, tanto la LGSF como la LMV establecen que en caso de dolo o culpa grave del Fiduciario, este responderá por los daños y perjuicios que ocasione su actuar, sin embargo no se puede entender que el Fiduciario tiene una función de fiador

solidario del Fideicomiso frente a los Fideicomisarios o Fideicomitente, en cuanto esta responsabilidad se genera por incumplimiento de sus obligaciones y no por el incumplimiento de pago del Fideicomiso, teniendo en cuenta esta distinción, que también la recalca Paul Castritius (2012, pp.91-95) como Fredy Escobar (2006, pp. 124-125) y Paul Comitre (2015, pp. 31-35), cabe preguntarnos ¿por qué se le exige a las Sociedades Titulizadoras<sup>27</sup> y no a las Empresas de Servicios Fiduciarios aumentar su capital social en base a los activos que administran mediante Fideicomisos?, teniendo en cuenta que estos cumplen funciones similares respecto al Patrimonio

---

<sup>27</sup>De acuerdo con el Informe Conjunto N° 016-2004-EF/94 (en adelante, el “Tercer Informe”), de fecha 20 de abril de 2004, la Gerencia de Mercados y Emisores, la Gerencia de Investigación y Desarrollo y la Asesoría Jurídica de la CONASEV, detalla en el literal a) del numeral 4.3.de la sección IV del Tercer Informe que exigir el aumento de capital social genera problemas de orden administrativo y de gestión, así como ineficacia del respaldo que se daría mediante el aumento de capital social de las Sociedades Titulizadoras, en cuanto no serían de fácil liquidación, sin embargo, justifica esta exigencia en el hecho que mantener un capital mínimo es necesario a fin de cubrir los riesgos morales y operativos. Asimismo, de acuerdo con el Tercer Informe, se indica que el capital social debe incrementarse en relación con la magnitud del negocio, a fin de que se pueda llevar a cabo una mejor administración y labor como fiduciario.

Sin embargo, como se puede identificar en el Primer Informe, se ha señalado, en el numeral 3 de la Sección I del Primer Informe, que un incremento en los activos administrados no necesariamente acarrea requerir un mayor capital o patrimonio.

Asimismo, respecto al riesgo moral y la protección al mercado, debe tenerse en cuenta que las Sociedades Titulizadoras actúan en los Procesos de Titulización de Activos como administradores del Patrimonio Fideicometido, en los términos y condiciones establecidos en el acto constitutivo y que son de conocimiento del fideicomisario y del fideicomitente, lo cual conlleva a que tenga un marco de acción determinado en base al contrato. Sin embargo, en el caso de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, su rol en relación al fondo de inversión resulta más activo, en cuanto realizan operaciones de inversión con los recursos obtenidos por parte de los partícipes, algo que no ocurre en el caso de las Sociedades Titulizadoras, las cuales tienen un rol de resguardo del Fideicomiso de Titulización y de los activos aportados, no realizan inversiones que no hayan sido determinadas en el acto constitutivo per se, salvo en el caso de los Fideicomisos de Titulización para Inversión en Renta de Bienes Raíces, por lo cual no se establece una relación real de riesgo moral en base a los activos que administra e incluso las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión tienen un mayor riesgo moral respecto de los activos que administran mediante los fondos de inversión, sin embargo, estos tienen un límite para su aumento de capital social desde hace más de 18 años, establecido mediante la Resolución CONASEV N°006-2006-EF-94.10.

Fideicometido, así como no ser responsables de las obligaciones del Fideicomiso frente a terceros.

Esta distinción entre Fiduciarios de Fideicomisos de Titulización de Activos y Fiduciarios de Fideicomisos Bancarios no condice con la naturaleza y relación que tienen los Fiduciarios respecto a los Fideicomisos que administra, por lo cual no se le debe exigirse a las Sociedades Tituladoras un aumento de capital en base al activo administrado de los Patrimonios Fideicometidos que administran, como lo establece la LGSF. Asimismo, este sobre costo regulatorio genera un costo financiero en la estructura de los Procesos de Titulización de Activos que es trasladada a la estructura de la operación y asumida por el Fideicomitente o el Fideicomisario, generando que estos sean más onerosos en comparación con los Fideicomisos Bancarios, lo cual es injustificados e ineficiente financieramente.

Por otro lado, otra ineficiencia de la regulación es la contenida en el literal g) del artículo 29° del Reglamento<sup>28</sup>, que fue incluida en la regulación mediante la

---

<sup>28</sup>A fin de determinar el objetivo que la SMV buscó mediante la obligación contenida en el literal g) del artículo 29° del Reglamento, debemos revisar el contenido del Informe Conjunto N°1562-2021-SMV/06/12 (en adelante, el “Segundo Informe”), de fecha 22 de diciembre del 2021, mediante el cual la Superintendencia Adjunta de Asesoría Jurídica, la Superintendencia Adjunta de Supervisión Prudencial y la Superintendencia Adjunta de Investigación y Desarrollo e Innovación presentaron a la Superintendencia del Mercado de Valores el proyecto de modificación del Reglamento.

Como podemos revisar en el segundo párrafo del literal g) del del numeral 2.2 de la Sección II, se señala lo siguiente:

"(..)

*Por otro lado, y **con el fin de hacer seguimiento a la posible inscripción de los actos constitutivos que respalden valores a ser colocados mediante oferta privada**, se considera necesario establecer que si la sociedad tituladora solicita la inscripción del mencionado acto constitutivo en el registro público correspondiente, deberá remitir a la SMV, dentro de los dos (2) días de presentada la solicitud: copia de [la] misma y de toda la documentación presentada a Registros Públicos, obligación que también alcanzará a las posteriores modificaciones del acto constitutivo”*

Respecto a esto cabe señalar que el artículo 12° del Reglamento ha establecido, desde su primera redacción, que la inscripción del acto constitutivo, que contiene la transferencia del

Resolución, mediante la cual se estableció como una obligación de las Sociedades Tituladoras remitir a la SMV la solicitud de inscripción del acto constitutivo del Patrimonio Fideicometido, así como toda documentación presentada a Registros Públicos, respecto a esto debe tenerse en cuenta que el artículo 12° del Reglamento indica que la inscripción de la transferencia de Dominio Fiduciario de los Bienes Fideicometidos a los Fideicomisos de Titulización de Activos es facultativa, asimismo el Decreto Legislativo N° 1246, mediante el cual se aprobaron diversas medidas de simplificación administrativa, incorporo a la legislación peruana la interoperabilidad de las Entidades Públicas a fin de que estas no requieran información y/o documentación a los administrados siempre y cuando puedan acceder a esta directamente mediante la interoperabilidad<sup>29</sup>, de acuerdo con lo descrito en los artículos 2° y 4° del Decreto Legislativo N° 1246.

---

dominio fiduciario de los activos aportados al Patrimonio Fideicometido, en Registros Públicos es facultativa, cabe preguntarnos ¿por qué la SMV realiza el seguimiento de la inscripción? ¿en caso no se logre la inscripción o no se subsanen las observaciones al título presentado implicaría una sanción a la Sociedad Tituladora?

Asimismo, de acuerdo con la matriz de comentarios al proyecto de la modificación (realizada mediante la Resolución SMV N° 007-2022-SMV/01), la SMV eliminó el numeral ii) del literal g) del artículo 29° del texto original, que disponía que se presente toda documentación que sustente que se encuentra fuera de los alcances del artículo 4° de la Ley y el artículo 6 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, sin embargo, se mantuvo el numeral (i), el cual, no tiene razonabilidad toda vez que se está solicitando información que ya se brindó inicialmente, toda vez que, de acuerdo con el literal g) del artículo 29 del Reglamento de Procesos de Titulización de Activos, ya se ha presentado el copia del acto constitutivo y, mediante la obligación contenida en el segundo párrafo del literal g) del artículo 29, se estaría presentando la siguiente información (i) solicitud de inscripción del acto constitutivo y (ii) copia del acto constitutivo, el cual ya fue presentado en base al primer párrafo del literal g) del artículo 29° del Reglamento.

<sup>29</sup>De acuerdo con la Exposición de Motivos del Decreto Legislativo N° 1246 se detalla, en el literal a) del numeral 1 de la sección II, que mediante la interoperabilidad las entidades de la administración pública puedan realizar lo siguiente: (i) Interconectividad entre las entidades de la administración pública, (ii) se ponga a disposición, se permita el acceso o se pueda entregar la información o documentación que las entidades públicas administren y/o posean, tanto para los procedimientos administrativos o actos de administración interna que ejecuten. Por lo cual, mediante la interoperabilidad, al SMV puede solicitar a SUNARP que se le entregue la información presentada en el procedimiento de inscripción de la transferencia del dominio fiduciario de los activos aportados al Patrimonio Fideicometido mediante el acto constitutivo.

Por ende, establecer este tipo de obligaciones a las Sociedad Titulizadoras, mediante una resolución administrativa, pudiendo la SMV acceder a esta mediante la interoperabilidad entre las Entidades del Estado, resulta contradictorio con una norma con rango de Ley, lo cual – de acuerdo con el literal c. del numeral 14.1 del artículo 14° del Decreto Legislativo N° 1256 – *Decreto Legislativo que aprueba la Ley de Prevención y Eliminación de Barreras Burocráticas* – configuraría una barrera burocrática en perjuicio de las Sociedades Titulizadoras. Sin perjuicio de lo antes señalado, resultaría más razonable que se haya establecido que la Sociedad Titulizadora puede indicar, a requerimiento de la SMV, el número del título asignado en el procedimiento de solicitud de inscripción de la transferencia de Dominio Fiduciario en el Registro Público de SUNARP, a fin de que la SMV pueda corroborar si se realizó la solicitud de inscripción o no, sin embargo -como se establece en el artículo 12° del Reglamento, cabe recalcar que esta inscripción es facultativa.

Finalmente, otro elemento ineficiente de la regulación de los Procesos de Titulización de Activos es el contenido en el artículo 60A del Reglamento, incorporado mediante la Resolución, mediante la cual se exige que los Patrimonios Fideicometidos cuyos valores a ser colocados por oferta privada deben tener, de acuerdo con el literal e) del artículo 11° del Reglamento, la siguiente denominación: “Patrimonio en Fideicomiso - D. Leg. N° 861, no inscrito en la SMV, dirigido a Inversionistas Institucionales.”, respecto a esto debe tenerse en cuenta que Resolución SMV N° 021-2013-SMV-01, que aprueba el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, se define en su artículo 3° a los Inversionistas Institucionales, los cuales son las personas naturales o jurídicas que por sus características o conocimientos comprenden y evalúan adecuadamente los riesgos de las inversiones que realizan, en base a esto podemos afirmar que los inversionistas institucionales son personas sofisticadas en la evaluación de inversiones, contando con condiciones para comprender a cabalidad -o por encima de un inversionista promedio- las estructuras en las cuales se invertirán.

Teniendo en cuenta las características de los Inversionistas Institucionales, que la SMV buscó “proteger” mediante la incorporación – a través de la Resolución – del artículo 60A al Reglamento debe analizarse la utilidad esta denominación social a los Patrimonios Fideicometidos cuyos valores a ser colocados por oferta privada deben tener y preguntarnos ¿qué relevancia tiene la precisión de la denominación del Patrimonio Fideicometido para un inversionista institucional? y ¿esta precisión afecta o no su decisión de inversión o el conocimiento de la operación?, como podremos inferir esta “precisión” tiene un efecto neutro para un Inversionista Institucional, el cual -en base a su experiencia y conocimiento- se enfocará en elementos más relevantes del Proceso de Titulización de Activos como las condiciones de los activos cuyo Dominio Fiduciario se aporta al Fideicomiso, la periodicidad de los pagos que se realizarán en relación a los valores mobiliarios a emitir, los procesos de ejecución que deben seguirse en caso de incumplimiento de las obligaciones del Fideicomiso de Titulización, etc., siendo la denominación uno de los elementos menos relevantes para este tipo de inversionistas sofisticados<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup>De acuerdo con los informes conjuntos N° 1562-2021-SMV/06/10/12, N° 410-2022 SMV/06/10/12 y N° 535-2022-SMV/06/10/12, que fueron parte del sustento de la Resolución N° 007-2022-SMV/01, se puede corroborar que uno de los objetivos del proyecto era dar protección al mercado brindando información relevante.

Sin embargo, en el marco de los procesos de titulización de activos en el cual se emitirán valores mobiliarios a ser objeto de oferta privada, solo pueden adquirir estos valores mobiliarios inversionistas institucionales, los cuales, de conformidad con lo señalado en el artículo 3 del Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, aprobado por Resolución SMV N° 021-2013-SMV-01, son personas que **por su naturaleza, características y conocimientos** pueden gestionar, evaluar y entender las operaciones en las cuales realizan inversiones, por lo cual no requieren de una protección como la de un inversionista promedio, por lo cual establecer que esta denominación especial los protege carece de razonabilidad en cuanto no se toma en cuenta las características especiales de este tipo de inversionistas.

Por otro lado, podemos encontrar en la matriz de comentarios realizadas al proyecto de modificación del Reglamento que la SMV comentó lo siguiente respecto de los comentarios realizados por el mercado a la propuesta del artículo 60A:

***“Evaluación comentarios BBVA, BD Capital y ASTI:***

*Conforme a la LMV y al Reglamento, las ofertas privadas respaldadas por patrimonios de propósito exclusivo solo pueden dirigirse a inversionistas*

## LO MALO DE LA REGULACIÓN DE LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ

En el año 2020, la SMV mediante el Precedente estableció nuevos criterios de interpretación de la LMV y del Reglamento, los cuales generaron un gran impacto en el mercado de Procesos de Titulización de Activos, sin embargo, el efecto – y las acciones que luego se realizaron mediante la Resolución– en lugar de incentivar los Procesos de Titulización de Activos generó desconfianza entre los Fideicomisarios, Fiduciarios y Fideicomitentes, uno de los elementos a analizar es que en la Resolución N° 040-2020-SMV/02, que genera el Precedente, la SMV reconoce que la regulación de los procesos de titulización de activos no es clara, de acuerdo con el siguiente extracto del punto IV de la resolución antes referida:

---

*institucionales. En ese sentido, considerando los comentarios recibidos, así como que la calidad de los titulares de valores de oferta privada como inversionista institucional debe ser verificada por la ST, en ejercicio de su rol fiduciario, se ha procedido a eliminar la obligación de los inversionistas de suscribir una declaración jurada que conste en un documento o soporte independiente de cualquier otro que suscriba el inversionista.*

*En ese orden de ideas, y teniendo en consideración el rol fiduciario que deben cumplir las sociedades tituladoras, se ha considerado necesario establecer que dichas entidades deben informar a los potenciales inversionistas, que la SMV no inscribe los patrimonios fideicometidos que respalden valores de oferta privada en el RPMV a su cargo, ni ejerce supervisión sobre tales patrimonios.*

*Finalmente, se establece que la sociedad tituladora deberá poner a disposición de la SMV, en la oportunidad que ésta lo requiera, la documentación que acredite el cumplimiento de lo dispuesto en el párrafo precedente.”*

Teniendo en cuenta que la SMV ha establecido que es la sociedad tituladora, la cual se encuentra regulada por esta, la que debe brindar la información correspondiente, así como brindar toda la información a la SMV para la verificación del cumplimiento de estas obligaciones, quita la utilidad de la denominación especial, en cuanto (i) es irrelevante para un inversionista institucional; y, (ii) la sociedad tituladora tiene la obligación de informar las características especiales de los fideicomisos de titulización cuyos valores mobiliarios que respaldará son objeto de oferta privada, es así que la función de fiscalización de la SMV -y conforme con el Precedente- versa en determinar si la sociedad tituladora está cumpliendo con sus obligaciones.

“IV. EVALUACIÓN:

(...)

*En ese orden de ideas y respecto de los alcances del artículo 314° de la LMV, conforme a una primera lectura del cuarto párrafo del citado artículo, las sociedades tituladoras estarían permitidas de constituir patrimonios fideicometidos para garantizar exclusivamente obligaciones de terceros, estando facultadas a constituir estructuras con las características de los fideicomisos de garantía contemplados en la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley N° 26702 (en adelante, LGSF). No obstante, una segunda lectura del cuarto párrafo del artículo 314° citado, podría llevar a sostener que un fideicomiso de titulación respalda (conforme a la definición del literal f) del artículo 292° de la LMV) valores mobiliarios emitidos por una sociedad tituladora y adicionalmente, valores representativos de derechos de crédito emitidos por terceras personas, si así se hubiere establecido en el acto constitutivo y siempre que dicho respaldo sea secundario a la finalidad del fideicomiso de titulación, que es la de servir como garantía o fuente de recursos para el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dichos patrimonios, elemento principal y central de toda titulación de activos.*

(...)” (en subrayado es propio)

Como se puede notar, la SMV reconoce que la regulación de los Procesos de Titulación de Activos, así como sus limitantes, no se encontraban debidamente regulada o precisada, lo que conllevaba a que los administrados podían interpretar - válidamente- la primera tesis que reconoce la SMV, lo cual conllevaría a que en el caso de iniciarse un procedimiento administrativo sancionador la SMV debería aplicar lo establecido en el artículo 236-A de la Ley N° 27444 - *Ley del Procedimiento Administrativo General* (en adelante, la “LPAG”), en cuanto en el literal e) del artículo antes citado se establece que es un eximente de responsabilidad administrativa la posible infracción que se devenga de un error inducido por una disposición administrativa confusa, lo cual reconoce la SMV mediante el extracto citado. Sin

embargo, mediante el Precedente la SMV impuso una sanción, inaplicando - injustificadamente- el eximente de responsabilidad administrativa contenida en la LPAG, lo cual generó inestabilidad en el mercado de los Procesos de Titulización de Activos.

Por otro lado, la SMV cuestiona que un Fideicomisario pueda disponer del valor mobiliario que ha adquirido en un Proceso de Titulización de Activos, cuestionamiento que va en contra de la naturaleza del valor mobiliario y al concepto de propiedad, que es la disposición plena de los bienes, conforme a las leyes aplicables y en la regulación, cabe señalar que antes del Precedente no había dispositivo legal que determine que un titular de un valor mobiliario este impedido de gravar el mismo, en pleno uso de su derecho de propiedad, mediante garantía mobiliaria en favor de terceros.

A pesar de lo descrito en los párrafos precedentes, la SMV establece que toda vez que el Fideicomisario ha entregado en garantía mobiliaria el valor mobiliario que ha adquirido en favor de una entidad bancaria genera que el Fideicomiso de Titulización se “transforme” en un Fideicomiso de Garantía, procedimiento que no se encontraba regulado en la legislación peruana, respecto a esto es necesario indicar que la disposición que realiza el Fideicomisario respecto del valor mobiliario que ha adquirido no debería generar un efecto de transformación del Fideicomiso de Titulización a -por ejemplo- un Fideicomiso de Garantía, toda vez que aducir esto es establecer que la Titulización de Activos depende de que el valor mobiliario emitido no sufra alguna disposición por parte de su propietario, lo cual no se condice con la naturaleza de los Procesos de Titulización de Activos.

Finalmente, otro elemento que generó un perjuicio enorme a los Procesos de Titulización de Activos fue lo dispuesto en la cuarta disposición transitoria de la Resolución, en cuanto se estableció que las Sociedades Titulizadoras debían adecuar los actos constitutivos de los Patrimonios Fideicometidos que administraban a los nuevos lineamientos expresados en el Precedente, otorgando un plazo de nueve meses para (i) la adecuación de estos actos constitutivos, (ii) la transferencia de los

Patrimonios Fideicometidos en favor de las empresas de servicios fiduciarios reguladas por la LGSF; o, (iii) la liquidación de los mismos, sin perjuicio de la responsabilidad administrativa que se podría determinar.

Respecto a la cuarta disposición transitoria de la Resolución, debemos tener en cuenta que el artículo 230° de la LPAG establece como un principio de la potestad sancionadora administrativa la irretroactividad, toda vez que a los administrados le son aplicables las disposiciones que se encuentren vigentes en la ocurrencia de la conducta a sancionar y solo pueden aplicarse al administrado disposiciones sancionadoras de forma retroactiva siempre y cuando sean en beneficio del administrado, teniendo este principio, así como el principio de tipicidad, cabe preguntarnos ¿por qué la SMV aplica nuevos criterios y lineamientos a las Sociedades Titulizadoras, Fideicomisarios y Fideicomitentes de forma posterior a la constitución de los Fideicomisos de Titulización?. Asimismo, el artículo 236-A de la LPAG establece, en sus literales b) y e), como un eximente de responsabilidad administrativa que el actuar del administrado se haya basado en las disposiciones administrativas vigentes y en caso estas lo hayan llevado a incurrir en una sanción administrativa, la misma no puede ser aplicable toda vez que se ha generado por un hecho ajeno al administrado, que es una disposición administrativa confusa.

## **1.2: LAS SOCIEDADES TITULIZADORAS Y LAS EMPRESAS DE SERVICIOS FIDUCIARIOS: SIMULITUDES, VENTAJAS Y DESVENTAJAS**

En los Procesos de Titulización de Activos, a través de Fideicomisos de Titulización<sup>31</sup>, las Sociedades Titulizadoras cumplen un rol importante toda vez que son estas las que administran estos Fideicomisos de conformidad con el acto constitutivo de los mismos, es tal la relevancia de estas sociedades que su objeto social es limitado solo a fungir como Fiduciario en procesos de titulización y, como

---

<sup>31</sup>Regulados en el Sub-Capítulo I del Capítulo III del Título XI de la LMV.

complemento, a adquirir activos con la finalidad de constituir patrimonios fideicometidos<sup>32</sup>, conforme se detalla en el artículo 302° de la LMV.

A la fecha podemos encontrar en el mercado peruano ocho sociedades titulizadoras autorizadas por la Superintendencia del Mercado de Valores para actuar como Fiduciarios en Procesos de Titulización de Activos, en base las memorias anuales del año 2024 de estas<sup>33</sup>, podemos encontrar el siguiente detalle<sup>34</sup>:

1. ACRES Sociedad Titulizadora S.A: Sociedad Titulizadora constituida el 15 de junio de 2011 y autorizada para realizar funciones de Fiduciario, en Procesos de Titulización de Activos, mediante Resolución de Superintendencia N° 009-2011-EF/94.01.2., teniendo, al 31 de diciembre del 2024, 101 patrimonios fideicometidos administrados<sup>35</sup>.
2. BBVA Sociedad Titulizadora S.A: Sociedad Titulizadora constituida el 2 de febrero de 1999 y autorizada para realizar funciones de Fiduciario, en Procesos de Titulización de Activos, mediante Resolución de CONASEV N° 028-99EF/94.10, teniendo, al 31 de diciembre del 2024, 10 patrimonios fideicometidos administrados<sup>36</sup>.

---

<sup>32</sup>Cabe señalar que, de acuerdo con el segundo párrafo del artículo 301° de la LMV, la Sociedad Titulizadora puede constituir de forma unilateral patrimonios autónomos y aportar activos al mismo, cumpliendo así dos roles, el de fideicomitente y fiduciario.

<sup>33</sup>Superintendencia del Mercado de Valores:

[https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm\\_Memorias?data=5F80D77B81524D746F44998FCD32DF23BD012F8796](https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_Memorias?data=5F80D77B81524D746F44998FCD32DF23BD012F8796)

<sup>34</sup>Para el análisis se excluirá a Corporación Financiera de Desarrollo S.A.

<sup>35</sup>Podemos notar, de una revisión de la memoria anual de ACRES Sociedad Titulizadora S.A. del año 2024 y del 2023, que hubo una reducción de patrimonios fideicometidos administrados, pasando de administrar 102 patrimonios fideicometidos a 101 patrimonios fideicometidos.

<sup>36</sup>Podemos notar, de una revisión de la memoria anual de BBVA Sociedad Titulizadora S.A. del año 2023 y del 2022, que hubo una reducción de patrimonios fideicometidos administrados, pasando de administrar 12 patrimonios fideicometidos a 10 patrimonios fideicometidos, cantidad que se mantuvo el año 2024.

3. BD Capital Sociedad Titulizadora S.A: Sociedad Titulizadora constituida el 28 de enero de 2021 y autorizada para realizar funciones de Fiduciario, en Procesos de Titulización de Activos, mediante Resolución de Superintendencia N° 072-2021-SMV/02, teniendo, al 31 de diciembre del 2024, 15 patrimonios fideicometidos administrados<sup>37</sup>.
4. Credicorp Capital Sociedad Titulizadora S.A: Sociedad Titulizadora constituida el 12 de setiembre de 1997 y autorizada para realizar funciones de Fiduciario, en Procesos de Titulización de Activos, mediante Resolución CONASEV N° 045-98-EF/94, teniendo, al 31 de diciembre del 2024, 26 patrimonios fideicometidos administrados<sup>38</sup>.
5. Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A: Sociedad Titulizadora constituida el 12 de noviembre de 1997 y autorizada para realizar funciones de Fiduciario, en Procesos de Titulización de Activos, mediante Resolución CONASEV N° 846-97-EF/94.10, teniendo, al 31 de diciembre del 2024, 357 patrimonios fideicometidos administrados<sup>39</sup>.
6. Internacional de Títulos Sociedad Titulizadora S.A: Sociedad Titulizadora constituida el 26 de octubre de 1999 y autorizada para realizar funciones de Fiduciario, en Procesos de Titulización de Activos, mediante Resolución

---

<sup>37</sup>En comparación con la información brindada en su memoria anual del 2023, existe un incremento de los patrimonios fideicometidos que administra la sociedad titulizadora, pasando de administrar 7 patrimonios fideicometidos a administrar, al 31 de diciembre del 2024, 15 patrimonios fideicometidos.

<sup>38</sup>En comparación con la información brindada en su memoria anual del 2023, existe un incremento de los patrimonios fideicometidos que administra la sociedad titulizadora, pasando de administrar 16 patrimonios fideicometidos a administrar, al 31 de diciembre del 2024, 25 patrimonios fideicometidos.

<sup>39</sup>En comparación con la información brindada en su memoria anual del 2023, existe un incremento de los patrimonios fideicometidos que administra la sociedad titulizadora, pasando de administrar 286 patrimonios fideicometidos a administrar, al 31 de diciembre del 2024, 357 patrimonios fideicometidos

CONASEV N° 094-99-EF/94.10, teniendo, al 31 de diciembre del 2024, 9 patrimonios fideicometidos administrados<sup>40</sup>.

7. Scotia Titulizadora S.A: Sociedad Titulizadora constituida el 29 de enero de 1999 y autorizada para realizar funciones de Fiduciario, en Procesos de Titulización de Activos, mediante Resolución CONASEV N° 042-99-EF/94.10, teniendo, al 31 de diciembre del 2024, 20 patrimonios fideicometidos administrados<sup>41</sup>.
8. Trust Sociedad Titulizadora S.A: Sociedad Titulizadora constituida el 9 de septiembre de 1997 y autorizada para realizar funciones de Fiduciario, en Procesos de Titulización de Activos, mediante Resolución de CONASEV N° 036-99-EF/94.01.2., teniendo, al 31 de diciembre del 2024, 92 patrimonios fideicometidos administrados<sup>42</sup>.

Como podemos notar de la información presentada por las Sociedades Titulizadoras, tres de estas destacan de sus competidoras en cuanto a número de Fideicomisos de Titulización administrados, asimismo de las ocho Sociedades Titulizadoras seis se constituyeron y fueron autorizadas para llevar a cabo actividades de Fiduciario en Procesos de Titulización de Activos en la década de los noventas, una a partir del 2011; y, siendo la más reciente, BD Capital Sociedad Titulizadora S.A. fue autorizada el 2021 para ser Fiduciario en Procesos de Titulización de Activos, esto nos indica que en el mercado de Sociedades Titulizadoras el ingreso de nuevos competidores es bajo, así como la competencia entre estos si comparamos el mercado de las sociedades administradoras de fondos de inversión en la cual podemos encontrar

---

<sup>40</sup>El número de patrimonios fideicometidos administrados por la sociedad titulizadora no ha variado respecto de lo informado en su memoria anual del 2023.

<sup>41</sup>Podemos notar, de una revisión de la memoria anual de la sociedad titulizadora del año 2024 y del 2023, no hubo variación en el número de patrimonios fideicometidos administrados.

<sup>42</sup>En comparación con la información brindada en su memoria anual del 2023, existe una reducción de los patrimonios fideicometidos que administra la sociedad titulizadora, pasando de administrar 96 patrimonios fideicometidos a administrar, al 31 de diciembre del 2024, 92 patrimonios fideicometidos.

catorce competidores<sup>43</sup> o el de las sociedades administradoras de fondos, la cual cuenta con dieciséis competidores<sup>44</sup>.

De las ocho Sociedades Titulizadoras podemos encontrar que cuatro se encuentran relacionadas a bancos, siendo las restantes perteneciente a grupos económicos distintos a la banca tradicional. Entre las Sociedades Titulizadoras con mayor número de Fideicomisos de Titulización administrados se destacan Grupo Coril Sociedad Titulizadora S.A.<sup>45</sup>, Acres Sociedad Titulizadora S.A. y Trust Sociedad Titulizadora S.A., con un número de Patrimonios Fideicometidos administrados que en conjunto ascienden a quinientos cuarenta y ocho, lo cual representa más del 90% de los Fideicomisos de Titulización de Activos del mercado peruano, lo cual denota una concentración de operaciones en estas Sociedades Titulizadoras, este nivel de concentración denota que son los principales actores que se encuentran, actualmente, realizando operaciones de Procesos de Titulización de Activos y el desarrollo de este mercado dependería de las acciones que estas realicen.

Asimismo, en relación a los Patrimonios Fideicometidos que administran las Sociedades Titulizadoras, podemos encontrar que del total de los seiscientos veintisiete patrimonios fideicometidos constituidos y administrados por las Sociedades Titulizadoras, solamente once de estos se encuentran inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, lo cual establece que solo el 1.75% de los Fideicomisos de Titulización de Activos constituidos -y vigentes a la fecha- pueden realizar la emisión de valores mobiliarios a ser objeto de oferta pública, primando -por casi unanimidad- los Fideicomisos de Titulización de Activos cuyos valores mobiliarios son objeto de oferta privada y -por ende- no se encuentran inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV.

---

<sup>43</sup>Revisar la Tabla 2.

<sup>44</sup>Revisar la Tabla 3.

<sup>45</sup>En relación Grupo Coril Sociedad Titulizadora, a pesar de que el Grupo Coril se encuentra Alfin Banco, para el análisis se entenderá que Grupo Coril Sociedad Titulizadora es parte de un grupo económico distinto a la banca tradicional, toda vez que Alfin Banco se unió al Grupo Coril posterior a la constitución de Grupo Coril Sociedad Titulizadora.

Por otro lado, de acuerdo a la información presentada por la SMV (2024) en el Anuario Estadístico del Mercado de Valores, podemos identificar que la última emisión de valores mobiliarios, emitidos con cargo a un Fideicomiso de Titulización de Activos administrado por una Sociedad Titulizadora, a ser objeto de oferta pública se realizó el año 2020, lo cual nos indica que los actores del mercado de los Procesos de Titulización de Activos tienen una preferencia por las emisiones de valores privadas en comparación con captar fondos -mediante estos esquemas de financiamiento- del público en general, mediante ofertas públicas.

De acuerdo con el directorio de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, podemos encontrar que a la fecha se encuentran autorizadas para fungir como empresas de servicios fiduciarios tres empresas, que son La Fiduciaria, TMF Fiduperú y CORFID, sin embargo podemos denotar una gran diferencia entre estas empresas y las Sociedades Titulizadoras, sin perjuicio de las obligaciones de aumento de capital que se les exige a las segundas y no a las empresas de servicios fiduciarios podemos encontrar que el objeto social de estas no solo se limitaría a ejecutar acciones como Fiduciario sino que pueden realizar otras actividades.

En el artículo 23-A del Reglamento de Fiduciarios se establece que pueden desempeñarse como Fiduciarios de Fideicomisos Bancarios las empresas de operaciones múltiples comprendidas en el literal a del artículo 16° de la LGSF, en donde encontramos a Empresas Bancarias, Empresas Financieras, Empresas de Créditos, Cajas Municipales y demás detalladas, esta posibilidad no la encontramos en la regulación de la LMV para el caso de Sociedades Titulizadoras, salvo en el caso de COFIDE, en cuanto las Sociedades Titulizadoras tienen un objeto social determinado y acotado, como podemos notar, en el mercado fiduciario existen grandes diferencias entre los Fiduciarios supervisados por la SBS y los regulados por la SMV, generando cargas a estos últimos, los cuales son trasladados al proceso de titulización de activos como gasto inherente a la operación.

Finalmente, a fin de poder graficar las diferencias sustanciales entre las Sociedades Titulizadoras y las Empresas de Servicios Fiduciarios se presenta el siguiente cuadro comparativo:

**Tabla 4:**

*Diferencias en el mercado de fiduciarios en el Perú*

	<b>Sociedades Titulizadoras</b>	<b>Empresas de Servicios Fiduciarios</b>
Regulador	SMV	SBS
Objeto social	Objeto social exclusivo, de conformidad con lo establecido en el artículo 302° de la LMV.	Objeto social exclusivo, de conformidad con lo establecido en el artículo 37° del Reglamento del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios <sup>46</sup>
Entidades que también pueden ser Fiduciarios	COFIDE.	COFIDE, empresas de operaciones múltiples, empresas o instituciones supervisadas por la SBS, de conformidad con lo establecido en el artículo 242° de la LGSF.
Aumento de Capital Social	La sociedad titulizadora debe aumentar su capital social en 0.5% del valor total de los activos que conforman los fideicomisos que administra o constituir garantías equivalentes al 0.5, de conformidad con lo establecido en el artículo 18° del Reglamento.	Los activos que conforman los fideicomisos que administra las empresas de servicios fiduciarios no genera cargos al patrimonio efectivo, asimismo no está afecto a encaje la parte líquida de los fondos que integran los fideicomisos, de conformidad con los párrafos 3 y 4 del artículo 241° de la LGSF.

<sup>46</sup>Aprobado mediante Resolución N° SBS N° 1010-99

## **CAPITULO 2: DESARROLLO DEL MERCADO DE PROCESOS DE TITULARIZACIONES EN COLOMBIA: COMPARACIÓN NORMATIVA CON LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS EN EL PERÚ**

De acuerdo con Costanza Blanco Barrón (2004, pp. 10), en Colombia mediante la Resolución 645 de 1992, se establecen los cimientos de la regulación de los Procesos de Titularización en Colombia. Asimismo, otro factor determinante para el desarrollo de las Titularizaciones en la República de Colombia es el uso de las “universalidades” que son, de acuerdo con lo regulado en los artículos 2.21.1.1.4 y 2.21.2.1.3 del Decreto 2555 de 2010, Patrimonios Autónomos separados del patrimonio de los Fideicomitentes, del Fideicomisario y de las Sociedades Titularizadoras, asimismo se establece que las universalidades son las encargadas del pago de los valores mobiliarios que se emitan con cargo a estas, es decir, un símil a los Fideicomisos de Titulización de Activos en Perú.

Como nos comenta Constanza Blanco Barrón (2004, pp. 9-8), uno de los objetivos del gobierno Colombiano de incorporar los Procesos de Titularización era contribuir al desarrollo de su mercado financiero creando mecanismos de financiamiento alternativos a los que brindaba la banca tradicional; y, generar que activos ilíquidos puedan ser objeto de estos Procesos de Titularización a fin de que – como en el caso peruano – mediante esquemas o estructurales legales y financieras puedan generar liquidez a los distintos sectores económicos de la República de Colombia.

Asimismo podemos encontrar que el poder ejecutivo de la República de Colombia buscaba que este esquema de financiamiento dinamice el sector bancario, en específico las hipotecas con las que contaban los bancos colombianos en las estructuras de financiamiento tradicionales<sup>47</sup>, es así que - como nos indica la Asociación Bancaria y de Entidades

---

<sup>47</sup>El BRC (2024) nos indica que antes de la crisis por la pandemia generada por el COVID - 19, las titularizaciones hipotecarias representaban, en su pico más alto, el 30% del total de la cartera hipotecaria del sistema financiero tradicional, sin embargo, posterior al periodo de la

Financieras de Colombia (2018, pp. 3-4) - los primeros Procesos de Titularización fueron generadas por Corporaciones de Ahorro y Vivienda, quienes tenían como objetivo generar liquidez -mediante el Proceso de Titularización de cartera hipotecaria- para proseguir con sus actividades de financiamiento a personas que requerían financiamiento para la obtención de sus hogares, actualmente -desde el 2001- la entidad que concentra los Procesos de Titularización de Colombia es la Titularizadora Colombiana.

Como podemos notar, los Procesos de Titularización son complementarios a las actividades de financiamiento tradicional que se realizan mediante la banca tradicional, a diferencia del mercado peruano en el cual podemos encontrar – de acuerdo a lo descrito en el numeral 1.2 del primer capítulo de la presente investigación – que los que lideran los Procesos de Titularización de Activos en el Perú los lideran Sociedades Tituladoras independientes, lo cual difiere de la concentración que realiza la Titularizadora Colombiana en el mercado colombiano<sup>48</sup>.

## **2.1: PROCESOS DE TITULARIZACIONES EN COLOMBIA: EVOLUCIÓN NORMATIVA, DESARROLLO DEL MERCADO Y PRINCIPALES ACTORES**

Constanza Blanco Barón (2004, pp. 10) nos indica – a diferencia de Paul Castritius (2012, pp. 89) – que la normativa inicial de los Procesos de Titularización de Activos en Colombia inicia con la Resolución 645 de 1992, mediante la cual la Superintendencia de Valores de Colombia establece la regulación respecto de algunos elementos de los Procesos de Titularización en Colombia, introduciendo conceptos como Sociedades Fiduciarias, conflicto de interés, emisión de valores mobiliarios con cargo a los Procesos de Titularización, inscripción de los valores en el registro nacional

---

pandemia se puede visualizar una reducción importante de las titularizaciones hipotecarias, representando estas -en este periodo- como mucho el 5% del total de la cartera hipotecaria.

<sup>48</sup> Respecto a esto debemos tomar en cuenta que a la fecha de elaboración del trabajo podemos encontrar, de conformidad con el portal de la Superintendencia Financiera de Colombia, que el 2023 se constituyó y autorizó a Titularice S.A. Sociedad Tituladora de Activos no Hipotecarios como sociedad tituladora.

de valores de títulos de Colombia, la Oferta Pública de Valores Emitidos en Desarrollo de los Procesos de Titularización.

Posteriormente, en 1993, se emite la Resolución 1394 de 1993 la cual deroga la Resolución 645 de 1992, ampliando el espectro de activos a ser objeto de Procesos de Titularización, resolución que luego fue derogada por la Resolución 400 de 1995, la misma que engloba las distintas regulaciones relacionadas al mercado de valores y los Procesos de Titularización en un solo marco normativo, siendo esta norma vigente en Colombia para los Procesos de Titularización, en la cual se definen los Procesos de Titularización y se establece, en el artículo 1.3.1.2 del capítulo primero del título tercero de la Resolución 400 de 1995, que estos procesos se pueden llevar a cabo mediante Contratos de Fiducia Mercantil Irrevocable o mediante la constitución de Fondos Comunes Ordinarios, estableciéndose -a su vez- que los valores a emitirse en estos procesos pueden ser (i) títulos corporativos o de participación, (ii) títulos de contenido crediticio; o, (iii) títulos mixtos, regulación que guarda una similitud con lo establecido en el artículo 314° de la LMV.

Podemos identificar que tanto en el artículo 12 de la Ley 546 de 1999 como en el Decreto Nacional 307 de 2004 se incorporó a la legislación de la República de Colombia regulación especial respecto a las Titularizaciones de cartera hipotecaria, lo cual se condice con lo establecido en la Resolución 400 de 1995, en cuanto se realiza una distinción respecto de las titularizaciones de cartera hipotecaria como de cartera no hipotecaria, que son los dos grandes sectores en los cuales el mercado de titularizaciones se enmarca en el mercado colombiano.

Constanza Blanco Barón (2015, pp. 267-276) nos presenta dos periodos importantes respecto de la regulación de los Procesos de Titularización en el Colombia, y su implicancia en la oferta pública de los Procesos de Titularización, respecto al periodo de 1993 a 2013, en el cual -y en concordancia con lo señalado en el párrafo precedente- se establecen los cimientos de la regulación de los Procesos de Titularización, estableciéndose también regulación tributaria especial a estos mecanismos de

financiamiento a fin de que puedan generar incentivos para el desarrollo de la oferta pública de los valores emitidos mediante estos procedimientos de financiamiento e inversión. Otro hito importante que nos indica Constanza Blanco Barón es el inicio de actividades de la Titularizadora Colombiana en 2002, lo cual generó que exista un crecimiento de los Procesos de Titularizaciones, que en su mayoría comprendían carteras hipotecarias, sin embargo el crecimiento no era sostenido ni se llegaba a los objetivos de crecimiento de las ofertas públicas esperadas, a pesar de que la Titularización de Activos representó, en el 2006, el 31.7% del total de ofertas públicas en el mercado de valores colombiano<sup>49</sup>.

Uno de los elementos que para Constanza Blanco Barón (2015, pp. 281-282 ) ha sido uno de los elementos para el crecimiento de este mercado es que los Procesos de Titularización de créditos hipotecarios son menos costosos en comparación con procesos de emisión de bonos, por parte de entidades bancarias, lo cual difiere de la realidad peruana en la cual se percibe a los Procesos de Titulización de Activos como costosos a diferencia de otros procesos de financiamiento, como es la emisión de bonos corporativos. Barón (2015, 289-291) nos indica que el régimen tributario ha sido también un punto determinante para el desarrollo de los Procesos de Titularización en Colombia, en cuanto – mediante la Ley de Financiación Hipotecaria, se exoneró la rentabilidad de los títulos hipotecarios hasta el 2010, lo cual fue una medida que -como lo indica la Titularizadora Colombiana- estimuló la participación de los agentes del mercado en procesos de los procesos de titularización por parte de entidades financieras tradicionales<sup>50</sup>.

---

<sup>49</sup>Cabe señalar que, en el año 2006 en el Perú, de acuerdo con la memoria anual de la CONASEV (ahora SMV) del 2006, solo se tuvieron cinco emisiones de bonos titulizados, lo cual representaba el 6.57% del total de emisiones que se dieron en el periodo 2006.

<sup>50</sup>Como podemos notar en los textos de Constanza Blanco Barón, BRC Rating, y de la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, los procesos de titularización se encuentran fuertemente ligadas al desarrollo del mercado inmobiliario financiado mediante bancos, quienes a fin de poder obtener recursos para continuar con sus operaciones buscan titularizar su cartera de créditos hipotecarios a fin de que los valores a emitirse en este procedimiento sean objeto de oferta pública con el objetivo de obtener mayores ofertas de estos valores mobiliarios que conllevará a que la tasa de interés del instrumento sea baja. A diferencia del mercado peruano, en el mercado colombiano podemos encontrar una sinergia

## **2.2: TITULARIZADORAS COLOMBIANAS Y LAS SOCIEDADES TITULARIZADORAS PERUANAS: REQUISITOS Y DIFERENCIAS**

A diferencia del mercado de Sociedades Titularizadoras en Perú, que está conformada por nueve competidores, encontramos que en Colombia el mercado de Sociedades Titularizadoras no es tan amplio en cuanto todos los Procesos de Titularizaciones en Colombia se han realizado mediante la Titularizadora Colombiana, siendo en 2023 el ingreso de otro actor al mercado de titularizaciones pero solo al sector de titularizaciones de activos no hipotecarios, por lo cual encontramos que en los Procesos de Titularización de Activos hipotecarios la Titularizadora Colombiana tiene el dominio del mercado.

Mediante el Concepto 2007057783-002 del 18 de octubre del 2007, en concordancia el Decreto 2555 de 2010, la Superintendencia Financiera de Colombia establece los requisitos para la constitución de Sociedades Titularizadoras, estableciéndose que estas deben tener como objetivo social exclusivo la titularización de activos hipotecarios -o de activos no hipotecarios- a fin de estar habilitadas para -entre otros aspectos- recibir la cartera hipotecaria a titularizar, la cual formará parte de la universalidad que administrará la Sociedad Titularizadora. Respecto a este punto, encontramos una diferencia sustancial respecto a las Sociedades Titularizadoras en Perú, en cuanto en la regulación peruana no se hace una distinción entre si el activo que administra la sociedad titularizadora es hipotecario o no, el legislador peruano – en comparación con el legislador colombiano- a estimado conveniente que las Sociedades Titularizadoras puedan administrar todo tipo de activos en los Procesos de Titularización de Activos, a diferencia del caso colombiano en el cual se ha estimado conveniente la especialización de las Sociedades Titularizadoras<sup>51</sup>.

---

entre el sector de banca tradicional y el mercado de valores, alineado con la regulación que busca incentivar estos procesos que generan eficiencias a tal punto -que a diferencia del Perú- se busca que los procesos de titularización de activos sean competitivos en costos en comparación de la emisión de bonos por parte de las entidades que requieren financiamiento.  
<sup>51</sup>Debe tenerse en cuenta que esto no limita que una Sociedad Titularizadora pueda administrar todos los tipos de activos que estime conveniente -como en el caso de la

Ahora, respecto al capital mínimo de las Sociedades Titularizadoras, como podemos notar en el artículo 2.21.1.2.1 del capítulo 2 del título 1 del libro 21 de la parte 2 del Decreto 2555 de 2010, se establece que las Sociedades Titularizadoras que administren activos hipotecarios deben tener un capital mínimo de \$65'775,000,000.00 para poder tener autorización de realizar ofertas públicas de valores, en el caso de sociedades titularizadoras de activos no hipotecarios, el capital mínimo es \$5.590.000.000.

Para el cálculo del capital mínimo referido en el párrafo anterior, la regulación colombiana establece que este se determina del resultado de la sumatoria de cuatro cuentas, que son: (i) capital suscrito y pagado, (ii) reservas, (iii) superávit por prima de colocación de acciones, (iv) utilidades no distribuidas en ejercicios anteriores, (v) revalorización del patrimonio; y, (vi) bonos convertibles en acciones. Por lado, la regulación peruana establece que – de acuerdo con lo establecido en el artículo 303° de la LMV y el artículo 18° del Reglamento- el capital mínimo que se les exige a las Sociedades Titularizadoras asciende a la suma de S/ 750,000.00, el mismo que debe ser aumentado en 0.5% del valor total de los activos de todos los Fideicomisos de Titulización que administra, no pudiendo ser el patrimonio neto de la Sociedad Titularizadora menor al capital social mínimo, como podemos notar, a diferencia del caso colombiano, en la legislación peruana solo se toma la cuenta de capital social y el valor de los activos que administra la Sociedad Titularizadora para determinar el capital social mínimo.

Finalmente, podemos notar que en el caso colombiano la exigencia de aumento de capital social mínimo en relación a los activos que administra no existe, de acuerdo con lo regulado en el Decreto 2555 de 2010<sup>52</sup>, sin embargo este cuerpo normativo si establece que las Sociedades Titularizadoras deben cumplir con niveles de patrimonio adecuado y relación mínima de solvencia, debiendo ser esta relación mínima de 9% a

---

Titularizadora colombiana- sin embargo, para realizar esto debe solicitar una ampliación del espectro de activos que puede administrar a la Superintendencia Financiera de Colombia.

<sup>52</sup>Respecto a esto, podemos notar que la regulación de las empresas de servicios fiduciarios, reguladas en la LGSF, posee una regulación similar a lo establecido en la regulación de las Sociedades Titularizadoras colombianas.

obtener de dividir el patrimonio técnico de la Sociedad Titularizadora entre la sumatoria de los activos ponderados por riesgo más el valor de exposición de riesgo de mercado por cien novenos, de acuerdo a lo establecido -para el caso de Sociedades Titularizadoras de créditos hipotecarios- en el artículo 2.21.1.3.2 del Capítulo 1 del Título 1 del Libro 2 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, sin embargo esta exigencia solo es aplicable a las Sociedades Titularizadoras realicen ofertas públicas de valores, así como tener en cuenta que para calcular el patrimonio técnico se debe realizar una suma del capital primario -que es la suma de conceptos detallados en el artículo 2.21.1.3.4 del Capítulo 1 del Título 1 del Libro 2 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010- y del capital secundario, a determinarse conforme lo regulado en el artículo que es la suma de conceptos detallados en el artículo 2.21.1.3.6 del Capítulo 1 del Título 1 del Libro 2 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010.

La regulación colombiana establece que se realice diversos cálculos a fin de determinar el nivel de solvencia requerido para la protección de los inversionistas, en caso de ofertas públicas, tomando en cuenta factores de riesgo del activo, supuesto que no lo encuentra recogido la legislación peruana respecto a estos elementos, en cuanto solo se ha limitado a requerir un capital social mínimo sin tomar en cuenta si se da en el marco de una oferta pública o privada, en este aspecto la regulación de las Sociedades Titularizadoras colombianas es más sofisticada respecto a la regulación de las Sociedades Titularizadoras peruanas.

### **2.3: EL PAPEL DE LA SUPERINTENDENCIA FINANCIERA COLOMBIANA EN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE PROCESOS DE TITULARIZACIONES EN COLOMBIA**

Blanco (2015, pp. 269-270) nos indica que el papel de la Superintendencia Financiera Colombiana ha sido determinante para el desarrollo de los Procesos de Titularización en Colombia, en cuanto -en concordancia con los objetivos del gobierno colombiano- se buscó dinamizar y ajustar la regulación en base a los requerimientos del mercado, es así que -como nos presenta Blanco (2004, pp. 269)- mediante distintas

resoluciones podemos ver una adecuación de los Procesos de Titularización de Activos que iniciaron para titularizar (i) deuda pública, (ii) créditos de entidades financieras, (iii) contratos de leasing, (iv) inmuebles; y, (v) acciones y bonos inscritos en el Registro Nacional de Valores de Colombia, ampliando, mediante resolución 1394 de 1993, a documentos de crédito, rentas, flujos de caja, flujos futuros.

Asimismo, mediante la Resolución 882-1 de 1999, la Superintendencia Financiera Colombiana reguló -a solicitud del mercado- la posibilidad de realizar titularizaciones de productos agropecuarios y agroindustriales para -finalmente- mediante la resolución 775 de 2002, regular la emisión de títulos hipotecarios y a las sociedades titularizadoras, incluyendo los vehículos de las universalidades en este tipo de procesos para incentivar los créditos de vivienda, bonos hipotecarios y la regulación respecto de los títulos a emitirse en los procesos de titularización.

Para Blanco (2004, pp. 288-289) la Superintendencia Financiera Colombiana (antes Superintendencia de Valores) tuvo en consideración, en la adecuación de los Procesos de Titularización, a las entidades de crédito como uno de los principales stakeholders de este tipo de mecanismo de obtención de liquidez, que era una de sus necesidades para estos actores del mercado. Asimismo, Blanco (2004) nos indica que la Superintendencia Financiera Colombiana estuvo en un proceso constante de incentivar las titularizaciones en Colombia adecuando las mismas a las necesidades de los originadores, de los inversionistas, de los agentes colocadores y de las sociedades titularizadoras, incentivando que los valores a emitirse en estos procesos sean objeto de oferta pública.

Respecto al incentivo de las ofertas públicas de los valores, podemos notar que en la Resolución 400 de 1995 se establece, en su artículo 1.1.2.10.4, la inscripción automática de títulos emitidos en procesos de titularización de créditos, autorizándose de manera automática su oferta pública de estos valores mobiliarios, similar al régimen simplificado de los fondos de inversión peruanos, regulado en el Decreto Legislativo N° 862 y en la Resolución SMV N° 029-2014-SMV-01, esto con el objetivo de

incentivar la oferta y demanda de los Procesos de Titularización de Créditos -distintos a los Procesos de Titularización de los Créditos Hipotecarios- a fin de que el mercado de los procesos de titularización siga incrementándose.

Podemos denotar que la Superintendencia Financiera Colombiana -en los Procesos de Titularización cuyos valores mobiliarios serán objeto de oferta pública- se mantiene activa en los Procesos de Titularización que requieren una autorización -para la colocación de los valores- por parte de esta entidad del estado colombiano, lo cual ha generado -de manera positiva- que el sector de la banca tradicional de la República de Colombia- utilice este tipo de mecanismo, que la demanda de los valores a emitirse sea competitivo; y, se brinde una protección y dinamismo tanto al inversionista como al originador de estos Procesos de Titularización, teniendo una visión de complemento al sector bancario.

Respecto al sector bancario colombiano, podemos notar que el mismo responde de manera positiva a la titularización de activos, como nos menciona la Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia (2018, pp. 2) la titularización de activos ocupa un lugar preponderante y transversal en la economía Colombiana por lo cual consideran necesarios que estos esquemas de operaciones sean transfronterizos a fin de poder ampliar las oportunidades de inversión, es decir, la banca y el mercado de valores colombiano tienen como objetivo coadyuvar en el desarrollo del mercado financiero colombiano desde la banca tradicional hasta el mercado de valores, lo cual es un elemento a tomar en cuenta y que justifica el motivo del desarrollo sustancial que tienen los procesos de titularización en Colombia, siendo un factor fundamental el regulador de estos procesos toda vez que ha realizado ajustes a la regulación en base a las tendencias de la economía y las necesidades de los actores del mercado, así como generar eficiencias en este tipo de esquemas de financiamiento.

### **CAPITULO 3: ALGUNAS PROPUESTAS QUE PUEDEN INCENTIVAR LOS PROCESOS DE TITULIZACIÓN DE ACTIVOS**

A la fecha, y en base a la información contenida en las memorias anuales de las Sociedad Tituladoras autorizadas por la SMV, podemos notar que existe un crecimiento en la demanda de estos esquemas de financiamiento, asimismo el uso de estos esquemas son cada vez más usados en el desarrollo inmobiliario peruano, en cuanto los desarrolladores han identificado que este esquema de financiamiento, así como sus características que coadyuvan a obtener una menor tasa de interés del financiamiento a comparación de la banca tradicional.

Por otro lado, el gobierno central, los gobiernos regionales y municipales han identificado que los Procesos de Titulización de Activos esquemas eficientes para llevar a cabo e impulsar obras de gran envergadura, es así que mediante el Decreto Legislativo N° 1613 el Ministerio de Economía y Finanzas aprobó la constitución de un fideicomiso de titulización para obtener financiamiento para la ejecución del proyecto de infraestructura de transporte y movilidad urbana de Lima y Callao. Asimismo, en el año 2023 la Municipalidad Metropolitana de Lima realizó un Proceso de Titulización de Activos a fin de obtener los recursos necesarios para llevar a cabo proyectos de inversión en infraestructura en la ciudad de Lima, de acuerdo con lo señalado por LexLatin (2024), la emisión es considerada como la mayor del 2023 en moneda local en Perú<sup>53</sup>.

Como podemos notar, los Procesos de Titulización de Activos están tomando mayor relevancia en el Perú y a fin de poder ayudar a que estos esquemas puedan ser más eficientes y generar mayores beneficios para todos sus participantes, y luego de identificar los mayores problemas que tiene la regulación actual, en el presente capítulo esbozaremos algunas propuestas de cambios e implementación en la regulación actual.

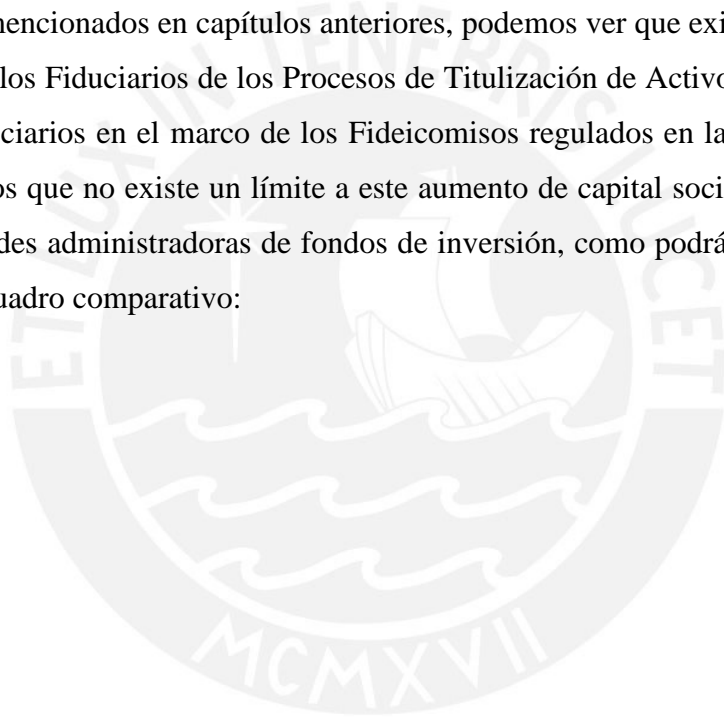
---

<sup>53</sup>Debe resaltarse dos puntos relevantes de esta operación, (i) los valores emitidos por en este proceso de titulización de activos fueron objeto de oferta privada, por ende, no han sido inscritos en el registro público del mercado de valores.

### **3.1: CAPITAL SOCIAL DE LAS SOCIEDADES TITULIZADORAS**

A lo largo de la presente investigación, uno de los sobrecostos que encontramos en la regulación actual de los Procesos de Titulización de Activos es el contenido en el artículo 18° del Reglamento, respecto a incremento del capital social de las Sociedades Titulizadoras en relación con un porcentaje del valor de los activos administrado que administran mediante el dominio fiduciario que se le ha otorgado mediante el acto de constitución del Fideicomiso de Titulización.

Como mencionados en capítulos anteriores, podemos ver que existe un tratamiento diferente a los Fiduciarios de los Procesos de Titulización de Activos en comparación de los Fiduciarios en el marco de los Fideicomisos regulados en la LGSF, asimismo encontramos que no existe un límite a este aumento de capital social, a diferencia de las sociedades administradoras de fondos de inversión, como podrán identificar en el siguiente cuadro comparativo:



**Tabla 5:**

*Capital Social o Patrimonio mínimo*

Sociedades Titulizadoras	Empresas de Servicios Fiduciarios	Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión
<p><b>Art. 18° del Reglamento</b></p> <p>El capital social mínimo al que se refieren los artículos 303 y 193 de la LMV, <b><u>deberá ser incrementado a razón de cinco décimos del uno por ciento (0.5%) del valor total de los activos de todos los patrimonios fideicometidos sujetos a su dominio.</u></b></p> <p>La obligación de incremento señalado en el párrafo precedente, <b><u>se puede cumplir, total o parcialmente, a través de: (i) el aumento del capital social mínimo en cinco céntimos del uno por ciento (0.05%) del valor total de los activos de todos los patrimonios fideicometidos sujetos a su dominio, y (ii) la constitución de garantías equivalentes a cinco décimos del uno por ciento (0.5%) del valor total de los activos de todos los patrimonios fideicometidos sujetos a su dominio,</u></b> en la forma y condiciones establecidas en el título V del presente Reglamento.</p>	<p><b>Art. 241° de la LGSF</b></p> <p>El fideicomiso es una relación jurídica por la cual el fideicomitente transfiere bienes en fideicomiso a otra persona, denominada fiduciario, para la constitución de un patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y afecto al cumplimiento de un fin específico en favor del fideicomitente o un tercero denominado fideicomisario.</p> <p>El patrimonio fideicometido es distinto al patrimonio del fiduciario, del fideicomitente, o del fideicomisario y en su caso, del destinatario de los bienes remanentes.</p> <p><b><u>Los activos que conforman el patrimonio autónomo fideicometido no generan cargos al patrimonio efectivo correspondiente de la empresa fiduciaria,</u></b></p>	<p><b>Art.° 130 de la RLFI</b></p> <p>El patrimonio de los fondos de inversión a que se refiere el artículo 13 de la Ley, es la suma del patrimonio neto, al cierre del ejercicio anterior, de los fondos de inversión que se encuentren bajo la gestión de la Sociedad Administradora y cuyas cuotas hayan sido colocadas mediante oferta pública o privada y de sus Fondos Mutuos, de ser el caso.</p> <p>En ningún caso el <b><u>patrimonio neto de la Sociedad Administradora podrá ser inferior al capital suscrito y pagado establecido en el artículo 13 de la Ley.</u></b> En caso de incurrir en déficit de capital o de patrimonio neto, éste debe ser cubierto dentro de los treinta (30) días calendario posteriores a la ocurrencia de las siguientes situaciones, la que ocurra primero:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a) Iniciado el ejercicio debido a la actualización de los requerimientos</li><li>b) La fecha de remisión de los estados financieros que muestren esta situación, o;</li></ul>

---

El **patrimonio neto** de una Sociedad Titulizadora **no podrá ser inferior al capital social mínimo suscrito y pagado**, establecido en el presente artículo.

En caso la Sociedad Titulizadora incurra en déficit de capital social mínimo o de patrimonio neto, deberá ser cubierto dentro de los (3) meses siguientes a la fecha en la que corresponde la remisión de los estados financieros que muestran esta situación, o a la fecha en que CONASEV notifique a la Sociedad Titulizadora su constatación, lo que ocurra primero.

Para que se considere cumplida la obligación de contar con el capital mínimo, éste deberá encontrarse inscrito en los Registros Públicos.

Los préstamos que la Sociedad Titulizadora otorgue a personas vinculadas, así como el importe de las inversiones de la Sociedad Titulizadora en valores emitidos por dichas personas, serán

salvo el caso que por resolución jurisdiccional se le hubiera asignado responsabilidad por mala administración, y por el importe de los correspondientes daños y perjuicios.

**La parte líquida de los fondos que integran el fideicomiso no está afecta a encaje.**

La Superintendencia dicta normas generales sobre los diversos tipos de negocios fiduciarios.

c) La fecha en que la SMV notifique a la Sociedad Administradora su constatación.

Para tal fin, la Sociedad Administradora debe remitir al Registro dentro del plazo establecido en el párrafo anterior, copia de la escritura pública de aumento de capital y debe presentar la correspondiente constancia de inscripción en los Registros Públicos dentro de los sesenta (60) días calendario siguientes contados a partir del inicio del plazo a que se refiere el párrafo anterior.

Para efectos del cómputo del patrimonio neto, la Sociedad Administradora debe deducir del mismo: i) los préstamos otorgados a favor de sus vinculadas; ii) las inversiones que mantenga en Instrumentos Financieros cuyo obligado al pago sea una vinculada o que representen participaciones en el capital social de empresas vinculadas a ella; y, iii) el importe de las garantías que la Sociedad Administradora otorgue a favor de sus vinculadas. Las deducciones deben revelarse en notas de los estados financieros de la Sociedad Administradora.

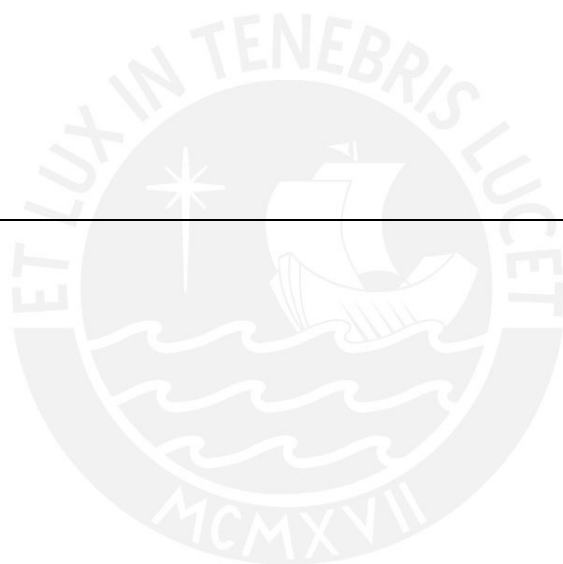
---

deducidos para el cómputo del capital social y/o patrimonio neto referido en el presente artículo.

El capital social mínimo es de valor constante y se actualiza anualmente, al cierre de cada ejercicio, en función al Índice de Precios al por Mayor, a nivel nacional, que publica el Instituto Nacional de Estadística e Informática; para lo cual, se considera como base, del referido índice, el número registrado para el mes de enero de 1996.

---

**El límite máximo al patrimonio mínimo exigible a las Sociedades Administradoras, que establece el último párrafo del artículo 13 de la Ley, es el equivalente a tres millones quinientos mil nuevos soles (S/. 3 500 000).**



Como hemos explicado en el numeral 1.1 del capítulo 1 de la investigación, los valores mobiliarios que se emiten en un Proceso de Titulización de Activos se encuentran respaldados por el Fideicomiso de Titulización y no por el capital social del Fiduciario, por ende, cabe preguntarnos ¿por qué esta obligación se genera en los Fiduciarios de Fideicomisos de Titulización de Activos y no en los Fiduciarios de Fideicomisos regulados por la LGSF?, como podemos notar en la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 002-2019-SMV/10, de fecha 29 de enero del 2019, la SMV indica en el numeral 46 lo siguiente:

“(…)

46. En este punto, cabe resaltar que el **capital social de una empresa** cumple varias funciones, entre estas: i) **la función de garantía**; y, ii) la función organizativa de las distintas relaciones jurídicas que se crean entre la sociedad y sus socios y las que se originan entre los mismos socios. En esa línea, **el capital social resulta siendo una garantía de todas aquellas personas que se relacionan comercialmente con ella**, siendo indiferente si su relación ha surgido en virtud de una oferta de valores pública o privada.

(…)” (el subrayado y negrita son propios)

La SMV parte del supuesto que el capital social del Fiduciario, en un Proceso de Titulización de Activos, es una “garantía” adicional a los Fideicomisarios -y a su vez al Fideicomitente- lo cual volvería, en la interpretación de la SMV, al Fiduciario como una especie de garante de los valores mobiliarios que se emitan, lo cual contraviene directamente con lo establecido en el artículo 312° de la LMV, en el cual expresamente se indica lo siguiente:

(…)

Artículo 312.- Responsabilidad del Patrimonio Fideicometido.-

**Los activos que integran el patrimonio fideicometido** se encuentran afectos al pago de las obligaciones y responsabilidades que la sociedad tituladora contraiga en ejercicio del dominio fiduciario a que se refiere el artículo siguiente, **por los actos que efectúe para el cumplimiento de la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso** y, en general, **de acuerdo con lo establecido en el acto constitutivo.**

**No se encuentran afectos a dicho pago, salvo pacto en contrario, los activos que integran el patrimonio propio de la sociedad titulizadora, del fideicomitente, del fideicomisario y del destinatario del remanente.**” (el subrayado y negrita son propios)

Como nos indica el Instituto de Nacional de Defensa de la Competencia y de la Protección de la Propiedad Intelectual -INDECOPI (2017), así como lo establecido en el Decreto Legislativo N° 1256, las barreras burocráticas que no se ajusten con criterios razonables y sean carentes de razonabilidad deben ser eliminadas del marco jurídico, notamos en el presente caso, y teniendo en cuenta la naturaleza de las operaciones de Procesos de Titulización de Activos, el artículo 18° del Reglamento contiene una barrera burocrática que carece de razonabilidad en cuanto, como se ha indicado, de acuerdo con una norma con rango de Ley, como es la LMV, se ha establecido que el patrimonio del Fiduciario no responde por las obligaciones que se generen en el marco de un Proceso de Titulización de Activos.

Asimismo, el sustento de la SMV respecto de la exigencia de aumentar el capital social de las Sociedades Titulizadoras en función al valor de los activos que administra mediante los Fideicomisos de Titulización no se condice la naturaleza ni con lo regulado en los Procesos de Titulización de Activos, por lo cual nos encontraríamos frente a una barrera burocrática que debe ser eliminada, toda vez que se genera un sobre costo irracional en perjuicio de las Sociedades Titulizadoras<sup>54</sup>.

---

<sup>54</sup>A fin poder ilustrar la problemática del aumento de capital de las Sociedades Titulizadoras, en caso el Club Universitario de Deportes busque realizar un Proceso de Titulización de Activos aportando sus instalaciones denominadas Campo Mar, el cual está valuado - conforme lo indicó Carlos Moreno (2019) en USD 120'000,000.00 (Ciento Veinte millones y 00/100 Dólares de los Estados Unidos de América), la Sociedad Titulizadora que sea elegida como Fiduciario en este Proceso de Titulización de Activos debería aumentar su capital -en base lo regulado en el artículo 18° del Reglamento- en S/ 2'220,000.00 (Dos millones doscientos veinte mil y 00/100 Soles), costo financiero que se trasladaría a la operación mediante los honorarios que vaya a determinar el Fiduciario, en caso se vaya por un mecanismo de financiamiento con una Fideicomiso de Garantía, el Fiduciario designado no debería asumir este costo financiero de aumento de capital, lo cual -como se denota- distorsiona el mercado.

En base a lo antes señalado, se propone la eliminación de esta obligación en el artículo 18° del Reglamento, quedando redactado el este artículo en los siguientes términos:

*“Artículo 18.- Capital y Patrimonio*

*El capital social mínimo al que se refieren los artículos 303 y 193 de la LMV, El patrimonio neto de una Sociedad Titulizadora no podrá ser inferior al capital social mínimo suscrito y pagado, establecido en el presente artículo.*

*En caso la Sociedad Titulizadora incurra en déficit de capital social mínimo o de patrimonio neto, deberá ser cubierto dentro de los (3) meses siguientes a la fecha en la que corresponde la remisión de los estados financieros que muestran esta situación, o a la fecha en que SMV notifique a la Sociedad Titulizadora su constatación, lo que ocurra primero.*

*Para que se considere cumplida la obligación de contar con el capital mínimo, éste deberá encontrarse inscrito en los Registros Públicos.*

*Los préstamos que la Sociedad Titulizadora otorgue a personas vinculadas, así como el importe de las inversiones de la Sociedad Titulizadora en valores emitidos por dichas personas, serán deducidos para el cómputo del capital social y/o patrimonio neto referido en el presente artículo.*

*El capital social mínimo es de valor constante y se actualiza anualmente, al cierre de cada ejercicio, en función al Índice de Precios al por Mayor, a nivel nacional, que publica el Instituto Nacional de Estadística e Informática; para lo cual, se considera como base, del referido índice, el número registrado para el mes de enero de 1996.”*

### 3.2: RÉGIMEN SIMPLIFICADO DE PROCESOS DE TITULIZACIÓN

Otro hecho que hemos identificado a lo largo de la presente investigación es que a la fecha en el mercado de Procesos de Titulización de Activos prima las emisiones privadas sobre las públicas, lo cual genera que (i) solo un sector de superavitarios puedan acceder a este tipo de inversiones, que son los Inversionistas Institucionales<sup>55</sup>, (ii) no se cuente con información en el registro público del mercado de valores de la SMV respecto a los esquemas o estructuras de procesos de titulización que a la fecha se han realizado; y, (iii) no hay un incentivo para realizar emisiones pública, es en este escenario que en la agenda regulatoria del 2021 de la SMV ya se contemplaba la necesidad de establecer un régimen simplificado para los procesos de titulización de activos, similar al de los fondos de inversión administrados por sociedades administradoras de fondos de inversión, sin embargo, a la fecha no se ha avanzado con este punto que ha sido planteado como una necesidad por el Consejo Consultivo del Mercado de Capitales.

¿Por qué un régimen simplificado puede ser una respuesta a la situación actual de las ofertas de los valores emitidos por las sociedades titulizadoras en el marco de un proceso de titulización de activos? Cabe señalar que este no es un escenario desconocido para la SMV, en cuanto podemos encontrar en la exposición de motivos del Decreto Legislativo N° 1046 (en adelante, la “Exposición de Motivos”), que introdujo -entre otros aspectos- el régimen simplificado en el Decreto Legislativo N° 862 - *Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras* y su reglamento, que a la fecha de elaboración de la Exposición de Motivos existían en el mercado trece sociedades administradoras de fondos de inversión, las cuales -en conjunto-

---

<sup>55</sup>En el espectro de inversionistas que llevan a cabo sus operaciones en el mercado de valores podemos encontrar a los inversionistas institucionales, los cuales -de conformidad con el artículo 3° del RII, son las personas -naturales o jurídicas- que poseen el conocimiento y experiencia para procesar la información que se le brinda, a fin de gestionar y evaluar sus operaciones de forma más sofisticada que un inversionista común. Respecto a esto Lilian Rocca (2017) nos define este tipo de inversionista como una persona que posee una formación profesional e intelectual, así como experiencia, para tomar decisiones de inversión plenamente informadas y analizadas de forma independiente, es así como tenemos en cuenta que a un inversionista institucional lo caracteriza condiciones personales intrínsecas de este, que las adquiere a lo largo de su vida profesional y personal.

administraban veintinueve fondos de inversión, sin embargo trece eran fondos de oferta pública y dieciséis de oferta privada.

Como se describe en la Exposición de Motivos, las sociedades administradoras optaban por los fondos de inversión cuyas cuotas de participación serían objeto de oferta privada debido a que la inscripción de los fondos en el registro público del mercado de valores para poder ofertar las cuotas de participación de forma pública resultaba costoso, conllevaba una sobrecarga regulatoria que impactaba en los indicadores de las sociedades administradoras de fondos de inversión; y, el plazo de calificación para la inscripción resultaba muy extenso, es por ende que a fin de generar incentivos para que las sociedades administradoras de fondos de inversión inscriban los fondos de inversión en el Registro Público del Mercado de Valores, se incorpore en la regulación de los fondos de inversión el régimen simplificado, el cual tiene las siguientes ventajas frente al régimen general:

1. El patrimonio de los fondos de inversión inscritos bajo régimen simplificado no se incluye para la determinación del patrimonio mínimo requerido para las sociedades administradoras de fondos de inversión, de conformidad con lo establecido en el artículo 123° del RLFI.
2. La inscripción del fondo de inversión bajo régimen simplificado, en el registro de mercado de valores de la SMV, se produce de manera automática<sup>56</sup>.

Sin embargo, respecto a la documentación que se debe presentar no se puede identificar una real diferencia entre el régimen simplificado y el régimen general, como lo podremos notar en el siguiente cuadro, los requisitos a presentar para la inscripción de un fondo de inversión en cada uno de los regímenes son los siguientes:

---

<sup>56</sup>Debe tenerse en cuenta que, conforme con el artículo 31° de la Ley N° 27444 – *Ley del Procedimiento Administrativo General*, la aprobación automática de inscripción del fondo de inversión bajo régimen general se da en un plazo de cinco días hábiles.

**Tabla 6:**

*Inscripción de Fondos de Inversión en el Registro Público del Mercado de Valores:  
Información a Presentar*

<b>Régimen Simplificado<sup>57</sup></b>	<b>Régimen General<sup>58</sup></b>
Solicitud de inscripción del Fondo de Inversión.	Solicitud de inscripción del Fondo de Inversión.
Nómina de los miembros del Comité de Inversiones.	Nómina de los miembros del Comité de Inversiones.
Reglamento de participación del Fondo de Inversión.	Reglamento de participación del Fondo de Inversión.
-----	Modelo del contrato de suscripción de cuotas de participación.

Como podemos notar la única diferencia en la documentación a presentar para solicitar la inscripción del fondo de inversión es la no presentación del modelo de contrato de suscripción de cuotas de participación, de acuerdo con lo señalado en el Anexo H del RFLI, sin embargo, se debe tener en cuenta que a fin de realizar una precolocación de cuotas de participación, de conformidad con el artículo 56° del RLFI o la publicidad del fondo de inversión, de conformidad con el 12° del RFLI, se requiere contar con el contrato de suscripción de cuotas de participación, que debe ser acorde con el anexo H del Reglamento de Participación, toda vez que es un requisito para el inicio de las operaciones del fondo de inversión, de conformidad con lo establecido en el artículo 4° de la LFI, por ende a pesar de no ser necesaria la presentación del modelo de contrato de suscripción de cuotas para la inscripción del fondo de inversión en régimen simplificado, en la ejecución de actividades de las sociedades administradoras de fondos de inversión resulta un beneficio inocuo, toda vez que es un documento que se elaborará en el marco del proceso de estructuración, que no revista una complejidad mayor pero que sin embargo es necesario para que el fondo de inversión pueda ser publicitado, que es una etapa inicial del desarrollo de un fondo de inversión.

El actual régimen simplificado de fondos de inversión posee un problema sustancial respecto a lo contenido en el artículo 33° de la LFI, toda vez que establece que en caso

<sup>57</sup>De conformidad con lo establecido en el artículo 31° del RLFI.

<sup>58</sup>De conformidad con lo establecido en el artículo 30° del RLFI.

los partícipes del fondo de inversión bajo régimen simplificado pierdan su categoría de inversionistas institucionales o de inversión mínima<sup>59</sup> o las cuotas de participación de estos fondos de inversión bajo régimen general sean negociados y adquiridos por personas que no cumplen con lo señalado en el numeral 1 o 2 del literal b) del artículo 29° del RFLI, generará como consecuencia que se deba convocar a una asamblea general de partícipes a fin de que se decida (i) subsanar el incumplimiento, (ii) solicitar su inscripción bajo régimen general o (iii) solicitar la exclusión del fondo de inversión del registro público del mercado de valores<sup>60</sup>.

La regulación contenida en el artículo 33° de la RFLI responde a hechos ajenos al de la Sociedad Administradora del Fondos de Inversión bajo régimen general pero los efectos de la adecuación lo impactan directamente en obligaciones regulatorias y en costos a asumir producto de la adecuación, como es el caso del aumento del patrimonio mínimo requerido en base al patrimonio del fondo de inversión que se ha adecuado de régimen simplificado a régimen general, es tanto los hechos exógenos que incluso la misma sociedad administradora de fondos de inversión no puede preverlo, por los siguientes motivos:

1. Pérdida de categoría de Inversionista Institucional: De conformidad con lo establecido en el anexo 1 del Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, *aprobado mediante Resolución SMV N° 021-2013-SMV-01* (en adelante, el “RII”), son inversionistas institucionales los bancos, financieras

---

<sup>59</sup>De acuerdo con lo señalado en literal b) del artículo 29° del RFLI

<sup>60</sup>Cabe señalar que en el actual RFLI se ha establecido la adecuación del fondo de inversión de régimen simplificado a régimen general como una sanción por pérdida de las condiciones que caracterizan al régimen simplificado, sin embargo en el anterior reglamento, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 042-2003-EF-94.10 se establecida -en su artículo 161°- que a solicitud de la sociedad administradora se puede generar una adecuación a solicitud, sin necesidad de existir algún incumplimiento de condiciones, como lo establece el artículo 33° de la RFLI, la eliminación de esta situación genera la percepción que la adecuación al régimen general de un fondo de inversión bajo régimen simplificado es una sanción a un incumplimiento, sería recomendable que se agregue un párrafo adicional al artículo 33° de la RFLI a fin de que se tenga en cuenta la posibilidad de solicitud de adecuación a régimen general sin necesidad de estar en un incumplimiento, hecho que se puede realizar en la actualidad pero -como vemos- no está debidamente regulado en el RFLI ni tampoco en el Texto Único de Procedimientos Administrativos de la SMV aprobado mediante Resolución de Superintendente N° 023-2015-SMV/02.

compañías de seguros, entidades del exterior, fondos y patrimonios autónomos, personas naturales, que cuentan con un patrimonio y portafolio de inversión mínimo; y, de más detallados en el anexo antes referido. Respecto a los Inversionistas Institucionales personas naturales, la sociedad administradora de fondos realiza la verificación de las condiciones al momento de la colocación pero se sabe que el capital de las personas naturales -y jurídicas- varía en el tiempo y en algunos momentos pueden ser superiores a lo requerido en el RII y otros inferiores, sin embargo la sociedad administradora solo puede tener conocimiento de este hecho cuando el partícipe se lo comunica y la pérdida del patrimonio mínimo es de responsabilidad del partícipe más que el de la sociedad administradora de fondos de inversión, por lo cual no tiene control en este aspecto, a lo que nos lleva a la pregunta del por qué se le “sanciona” a la sociedad administradora del fondo de inversión, al fondo de inversión inscrito bajo régimen simplificado y a los demás partícipes por un hecho que no se encuentra en su control<sup>61</sup>, en este aspecto se debe revisar el actual régimen simplificado.

2. Por otro lado, tenemos el hecho que se “sanciona” al fondo de inversión bajo régimen simplificado, a los demás partícipes y a la sociedad administradora de fondos cuando las cuotas de participación sean adquiridas por personas que no cumplen con la inversión mínima, sobre este aspecto se genera la misma situación que en el numeral anterior sobre un hecho en particular que es la herencia de cuotas de participación. De una lectura irrestricta del artículo 33° de la RLFII cuando los herederos forzosos de un partícipe de un fondo de inversión, que contaban con la inversión mínima requerida en el numeral 2 del literal b) del artículo 29° adquieran

---

<sup>61</sup>Debe tenerse en cuenta que el artículo 236-A° de la LPAG establece, en su literal a) del numeral 1, que es un eximente de responsabilidad el caso fortuito y fuerza mayor debidamente comprobada, asimismo la SMV ya ha aplicado los eximentes de responsabilidad administrativa por hecho fortuito y fuerza mayor, como podemos corroborar en la Resolución de Superintendencia Adjunta SMV N° 103-2023-SMV/11, debe tenerse en cuenta que, conforme nos explica Juan Carlos Morón Urbina (2019), la fuerza mayor es un hecho ajeno al administrado y a su voluntad, el cual no ha llevado a cabo acciones para generar el incumplimiento de lo establecido en la regulación, como es el caso de la pérdida del patrimonio de un Inversionista Institucional por acciones propias de este y ajenas al de la sociedad administradora de fondos de inversión, de los demás partícipes y del fondo de inversión inscrito bajo régimen simplificado.

las cuotas de participación del causante estaríamos en el escenario descrito en el primer párrafo del artículo antes referido, toda vez que mediante la herencia los herederos adquirirían las cuotas de participación del anterior partícipe, dividiéndose entre estos y, en caso sea más de un heredero forzoso, tendrían cuotas de participación que representarían un monto menor al mínimo requerido, sin perjuicio de que se puede realizar una subsanación se estaría realizando una carga a una persona por un hecho no deseado por este, que es ser heredero forzoso a consecuencia del fallecimiento de su familiar, y en caso estos nuevos partícipes no cumplan con subsanar el monto mínimo de inversión se obliga a la sociedad administradora de fondos de inversión, a los demás partícipes y al fondo de inversión a aplicar el artículo 33° del RFLI

Ahora, para el caso de los procesos de titulización de activos, y teniendo en cuenta lo descrito en las líneas anteriores, con la finalidad de incentivar la inscripción de los valores a emitirse en un proceso de titulización de activos se propone que se dé un régimen simplificado para los procesos de titulización de activos, dirigidos a inversionistas institucionales o quienes adquieran valores mobiliarios titulizados emitidos cuyo valor nominal -en conjunto-sea mayor a S/ 250,000.00 (Doscientos cincuenta mil y 00/100 Soles)<sup>62</sup>, con las siguientes características:

1. La inscripción de los valores mobiliarios a emitir en el proceso de titulización de activos, así como el fideicomiso, será de forma automática, requiriendo para su inscripción la presentación de los siguientes documentos: (i) Solicitud de Inscripción, suscrita por el fideicomitente y el fiduciario, (ii) copia simple del acuerdo del órgano social competente del fideicomitente en el cual se decidió realizar el proceso de titulización de activos, (iii) prospecto informativo de la emisión, (iv) copia simple del acto constitutivo del fideicomiso de titulización; y, (v) modelo de valor mobiliario a emitirse.

---

<sup>62</sup>Se propone este monto a fin de que se aplique el mismo criterio establecido en el numeral 2 del literal b) del artículo 29° del RLFI.

Asimismo, en caso uno de los fideicomisarios del fideicomiso de titulización pierda su condición de Inversionista Institucional u ocurra un hecho que conlleve a que se afecte la inversión mínima por un hecho fortuito o fuerza mayor, el fideicomisario, o en su defecto el Fiduciario, deberá contratar a una entidad supervisada -como una sociedad agente de bolsa- a fin de que cumpla la función de representante de estos partícipes, hasta que cumplan con las condiciones de ser Inversionista Institucional o de inversión mínima, siendo pagada la contraprestación en favor de esta entidad con cargo a los bienes fideicometidos del fideicomiso, que posteriormente deberá reponerse con cargo a los flujos que se generen en favor de estos fideicomisarios, sin afectar el rendimiento de los otros fideicomisarios.

Con estos lineamientos para una regulación del régimen simplificado para los fideicomisos de titulización se podrían generar incentivos para su incorporación en el registro público del mercado de valores, a fin de lograr el efecto que el régimen simplificado de los fondos de inversión ha tenido en este mercado, teniendo en cuenta que a la fecha de elaboración de este artículo se cuenta con una cantidad importante de fondos de inversión inscritos bajo régimen simplificado, superando a los fondos privados que administran las sociedades administradoras de fondos de inversión.

Finalmente, los artículos a implementar en el Reglamento serían los siguientes:

***“Título IV: Oferta de Valores Emitidos en Virtud de Procesos de Titulización***

*(...)*

***Capítulo IV: Oferta Pública bajo Régimen Simplificado***

***Artículo 61- A.- Sin perjuicio de lo establecido en los artículos precedentes, los valores emitidos en los Fideicomisos de Titulización podrán inscribirse en el Registro bajo Régimen Simplificado, siempre y cuando las ofertas de los valores titulizados sean dirigidas exclusivamente a:***

- a) Inversionistas Institucionales; o,***
- b) Inversionistas que suscriban y paguen los valores titulizados por un monto mínimo de S/ 250,000.00 (Doscientos cincuenta mil y 00/100 Soles), a fin de determinar este monto mínimo de inversión se tendrá en cuenta la suma total del valor nominal de los valores mobiliarios que suscriba y pague el***

*Inversionista en el proceso de colocación de esos, en el marco del Proceso de Titulización de Activos. En caso de que, durante la vigencia de los valores mobiliarios en circulación, respaldados por el patrimonio fideicometido, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del fideicomisario, el valor nominal total de los valores mobiliarios que ha suscrito y pagado desciendan por debajo del monto mínimo establecido, se aplicará lo establecido en el artículo 61-C hasta que regularice este hecho.*

*Artículo 61- B.- Para la inscripción de los valores emitidos en los procesos de titulización se requerirá:*

- a) Solicitud de Inscripción, suscrita por el fideicomitente y el fiduciario.*
- b) Copia simple del acuerdo del órgano social competente del fideicomitente en el cual se decidió realizar el proceso de titulización de activos.*
- c) Prospecto informativo de la emisión.*
- d) Copia simple del acto constitutivo del fideicomiso de titulización; y,*
- e) Modelo de valor mobiliario a emitirse.*

*La inscripción de los valores emitidos en los procesos de titulización bajo el Régimen Simplificado se produce de manera automática con la presentación de los documentos señalados en este artículo.*

*Artículo 61- C.- Cuando uno de los Fideicomisarios deje de cumplir con lo establecido en los literales a) o b) del artículo 61-A, este deberá contratar en un plazo no mayor a treinta días calendario— de conformidad con lo establecido en el segundo párrafo del artículo 306 de la Ley General de Sociedades, entidad supervisada -como una sociedad agente de bolsa- a fin de que cumpla la función de representante de este participe, hasta que cumplan con las condiciones de ser Inversionista Institucional o de inversión mínima, detallados en el artículo 61-A, en caso el Fideicomisario no cumpla con esta contratación, el Fiduciario, con cargo a los bienes fideicometidos del patrimonio fideicometido, contratará a la entidad en un plazo no mayor a quince días hábiles contados a partir del vencimiento del plazo que tenía el Fideicomisario para contratar a su representante.*

*Los honorarios del agente descrito en el párrafo anterior serán asumidos por el fideicomisario correspondiente o con cargo a los bienes fideicometidos del patrimonio fideicometido, que posteriormente deberá reponerse con cargo a los flujos que se generen en favor de estos fideicomisarios, sin afectar el rendimiento de los otros fideicomisarios.”*



## CONCLUSIONES:

- 1) Los Procesos de Titulización de Activos son esquemas de financiamiento que poseen características que las han convertido en herramientas financieras de gran dinamismo, con características propias que le permiten mitigar los riesgos de contraparte, así como proteger el activo subyacente que respalda los valores mobiliarios emitidos, lo cual genera que tengan ventajas competitivas con otras estructuras similares, como son los financiamientos con fideicomisos de garantía.
  
- 2) A pesar de la robustez de los Procesos de Titulización de Activos, mediante Fideicomisos de Titulización, la regulación actual de estos esquemas contiene deficiencias que afectan a uno de los actores principales que estos, que son las Sociedades Titulizadoras que fungen como Fiduciarios de los Fideicomisos de Titulización, toda vez que la regulación actual exige -por ejemplo- que estos aumenten su capital social -sin límite alguno- en base a los activos que administra mediante los Fideicomisos de Titulización de Activos. Asimismo, encontramos que mediante el Precedente y la Resolución la SMV ha generado incertidumbre en el mercado de valores peruanos aplicando criterios a operaciones ya constituidas, lo cual genera que los Fideicomisarios puedan ser afectados por este cambio de criterio y aplicación ulterior del mismo, lo cual no es beneficioso para este mercado.
  
- 3) Por otro lado, encontramos que en el mercado de Sociedades Titulizadoras se incorporan más competidores, siendo los más activos en este sector las Sociedades Titulizadoras que no se encuentran relacionadas a la banca tradicional, los cuales vienen liderando -por gran diferencia- la administración de patrimonios fideicometidos, asimismo, encontramos que existe una gran diferencia entre la emisión de valores mobiliarios a ser objeto de oferta pública en comparación con los valores mobiliarios a ser objeto de oferta privada, la cual es la que en la actualidad prima en el mercado.

- 4) En contrapartida a este hecho, podemos notar que en el mercado de Sociedades Titularizadoras de Colombia las operaciones de Titularización son exponencialmente mayores a las del mercado peruano tanto en tamaño de las operaciones como en el número de estas, generándose incentivos en las ofertas pública de los valores a emitirse en el proceso de Titularización.
- 5) Otro hecho que podemos notar es la participación del ente regulador de las Titulaciones en el mercado colombiano, que constantemente busca adecuar su regulación a las exigencias de su mercado, lo cual no se produce en el caso peruano, toda vez que la regulación que se ha dado, por parte de la Superintendencia del Mercado de Valores no ha superado incongruencias y deficiencias que aún podemos encontrar en la regulación peruana.
- 6) A fin de generar eficiencias en el mercado de los Procesos de Titulización de Activos, se propone que se elimine el requisito de aumento de capital social de las Sociedades Titularizadoras.
- 7) Finalmente, a fin de incentivar la inscripción de los valores mobiliarios a emitirse en un Proceso de Titulización de Activos, se propone la inclusión -en la regulación actual- de un Régimen Simplificado para la inscripción de estos valores mobiliarios, el cual contenga incentivos para que las Sociedades Titularizadoras inscriban estos valores mobiliarios.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. **ASOCIACIÓN BANCARIA Y DE ENTIDADES FINANCIERAS DE COLOMBIA**  
2018 *Las Titularizaciones: un vehículo para el crecimiento*, Edición 1157  
<https://www.asobancaria.com/wp-content/uploads/1157.pdf>
2. **ASOCIACIÓN BANCARIA Y DE ENTIDADES FINANCIERAS DE COLOMBIA**  
2022 *Caracterización del Mercado de Capitales Colombiano: Una Perspectiva Integral*,  
Segunda Edición  
[https://asobancaria.com/wp-content/uploads/Caracterizacion\\_Mercado\\_de\\_Capitales\\_Colombiano.pdf](https://asobancaria.com/wp-content/uploads/Caracterizacion_Mercado_de_Capitales_Colombiano.pdf)
3. **AVENDAÑO JORGE Y FRANCISCO AVENDAÑO**  
2017 *Derechos Reales*. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
4. **BLANCO, CONSTANZA**  
2004 *La Titularización en Colombia: Diez años de desarrollo*, Grijley.
5. **BLANCO BARÓN, CONSTANZA**  
2015 *La Titularización en Colombia: Veinte años de regulación, 1993-2013*. Revista de  
Economía Institucional, páginas: 17-32  
<http://dx.doi.org/10.18601/01245996.v17n32.09>
6. **BRC Ratings**  
2024 *Titularizaciones hipotecarias – RMBS – en Colombia*.  
<https://www.brc.com.co/es/articulos/2024/2024-02-27-titularizaciones-hipotecarias-rmbs-en-colombia>
7. **BUCHANAN BONNIE**  
2017 *Securitization and the Global Economy: History and Prospects for the future*, Palgrave  
Macmillan.

**8. CASTRITIUS, PAUL**

2012 *Legislación de titulación de activos en Perú: reflexiones y propuestas a la luz de sus más de 16 años de vigencia*. *Advocatus*. Número 27, 87-107.

<https://revistas.ulima.edu.pe/index.php/Advocatus/article/view/4147/4094>

**9. CHANAMÉ, RAÚL**

2016 *Diccionario Jurídico Moderno*, Grupo Editorial Lex & Iuris, décima edición, Lima.

**10. COMITRE, PAULO**

2015 *El fideicomiso y el Financiamiento Público*, ESAN Ediciones.

**11. CONASEV**

2006 *Memoria Anual del 2006*.

<https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/3940444/memoria2006.pdf.pdf?v=1671149738>

**12. DONOVAN, WATERS**

1995 *The institution of the Trust in Civil and Common Law*, The Hague.

**13. DEL PILAR, GABRIELA**

2019 *Fidecomiso, Fondos de Inversión y Factoring*, Instituto Pacífico

**14. DE ROMAÑA FÁTIMA Y JORGE LAZO**

1998 *¿Cómo y por qué hacer una operación de titulación de Activos?*, THEMIS Revista de Derecho Número 37, 97-103

<https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/11697/12250>

**15. ELÍAS, ENRIQUE**

2015 *Derecho Societario Peruano: La Ley General de Sociedades del Perú*. Tomo I Segunda Edición, Gaceta Jurídica, Lima.

- 16. ELÍAS, ENRIQUE**  
2015 *Derecho Societario Peruano: La Ley General de Sociedades del Perú*. Tomo II  
Segunda Edición, Gaceta Jurídica, Lima.
- 17. ESCOBAR, FREDDY**  
2004 *Breve Ensayo sobre el Dominio Fiduciario en el Sistema Jurídico Peruano*, Themis
- 18. ESCOBAR, FREDDY**  
2004 *Contribución al Estudio de los Negocios Fiduciarios*, Grijley.
- 19. ESCOBAR, FREDDY**  
2006 *Tradiciones, Trasplantes e Ineficiencias: El caso del “Fideicomiso Peruano”*, Ius Et  
Veritas
- 20. GUARNIZ IZQUIERDO, REYNALDO ANTONIO**  
2003 *La promoción del mercado de valores en el Perú*. Ius Et Veritas Número 26, 183-209.  
<https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16243/16659>
- 21. INDECOPI**  
2017 *Manual sobre prevención y eliminación de barreras burocráticas*, Volumen N° 1,  
Lima, Perú.  
<https://cdn.www.gob.pe/uploads/document/file/1814840/Manual%20sobre%20prevenci%C3%B3n%20y%20eliminaci%C3%B3n%20de%20barreras%20burocr%C3%A1ticas%20%28Tomo%20I%29.pdf>
- 22. JOBST, ANDREAS**  
2008 *Back to Basic: What is securitization?*, Finance & Development, Volume N° 45,  
number 3, pp. 48-49.  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/09/pdf/fd0908.pdf>

- 23. LAZO, JORGE y FATIMA DE ROMAÑA**  
1998 ¿Cómo y por qué hacer una operación de titulización de activos?. Themis Revista de Derecho, Número 38, 97-103.  
<https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/11697/12250>
- 24. LAZO, JORGE**  
2007 *Una visión general sobre la titulización de activos en el Perú*. Themis Revista de Derecho, Número 54, 177-203.  
<https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/themis/article/view/8878>
- 25. LEXLATIN**  
2024 *Municipalidad Metropolitana de Lima realiza primera oferta internacional de bonos*, Lexlatin, revisado el 16 de enero del 2024.  
<https://lexlatin.com/noticias/municipalidad-lima-primera-oferta-internacional-bonos>
- 26. MOLINA, WILMER**  
2004 *La Fiducia en Colombia versus el Fideicomiso en el Perú*, Revista del Magíster en Derecho Civil.
- 27. MORÓN URBINA, JUAN CARLOS**  
2019 *Comentarios a la Ley del Procedimiento Administrativo General*, Gaceta Jurídica, Lima, Tomo II.
- 28. NASARRE, SERGIO**  
2006 *Los Patrimonios Fiduciarios y el Trust = Els Patrimonisfiduciaris, El Trust = The Thust*, Tarragona
- 29. REAL ACADEMIA ESPAÑOLA**  
2016 *Diccionario de la lengua española*. Vigésima Segunda Edición- Madrid: España.
- 30. ROCCA. LILIAN**  
2017 *El mercado de valores en fácil*. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

**31. RODRÍGUEZ, SERGIO**

2005 *Negocios Fiduciarios: Su Significado en América Latina*.

**32. RODRIGUEZ, SERGIO**

2008 *La Fiducia en América Latina: Una Experiencia Sorprendente*, Ius Et Veritas

**33. SALAS, JULIO**

2017 *Sociedades reguladas por la Ley General de Sociedades*. Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

**34. SUPERINTENDENCIA DEL MERCADO DE VALORES**

2025 *Anuario Estadístico del Mercado de Valores 2024*.

[https://www.smv.gob.pe/transparencia/Frm\\_AnuarioEstadist?data=39120DDD87509B5F5A23A1CF27177296E40E85BDEF&utm\\_source=chatgpt.com](https://www.smv.gob.pe/transparencia/Frm_AnuarioEstadist?data=39120DDD87509B5F5A23A1CF27177296E40E85BDEF&utm_source=chatgpt.com)

**35. SOLOMON DEKU Y ALPER KARA**

2017 *Securitization: Past, Present and Future*. Springer International Publishing.  
[www.perlego.com/book/3496573/securitization-past-present-and-future-pdf](http://www.perlego.com/book/3496573/securitization-past-present-and-future-pdf)

**36. POSNER, RICHARD**

2007 *El análisis económico del derecho* (A, Suárez, Trad., 2ª.ed.).Fondo de Cultura Económica (Obra original publicada en 2002)

**37. VIALE LEO MIGUEL Y MATEO LANATA DÁVILA**

2022 *Los Procesos de Titulización de Activos: Comentarios al Precedente de Observancia Obligatoria emitido por la Superintendencia del Mercado de Valores*, THEMIS Revista de Derecho Número 81, 89-108