

Legislación de titulización de activos en Perú: reflexiones y propuestas a la luz de sus más de 16 años de vigencia



PAUL CASTRITIUS*

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Master en Derecho por la Universidad de Chicago.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. Contexto de su aprobación.
- III. Lineamientos o Principios Guía del Marco Legal.
- IV. Innovaciones que introdujo.
 1. Innovaciones cuyos efectos van más allá de las operaciones de titulización;
 2. Otras innovaciones a la legislación.
- V. Los aspectos no utilizados.
- VI. Aplicación práctica.
- VII. Análisis de las principales modificaciones.
- VIII. Aspectos a reformar.
- IX. Conclusiones.

* El autor fue encargado de la preparación del Título XI de la actual Ley del Mercado de Valores, dedicada a la titulización de activos, proponente de la reforma de la sección referida al fideicomiso en la actual Ley del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, y jefe del equipo a cargo de la preparación del actual Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos y del actual Reglamento de la Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios.

El presente artículo tiene como finalidad evaluar la legislación de titulación de activos a la luz de su aplicación práctica durante sus más de 16 años de vigencia, para conocer su impacto sobre el desarrollo de operaciones de titulación de activos en Perú, e incluso de otras operaciones, como el fideicomiso, así como para determinar en qué medida correspondería su modificación con miras a su aplicación futura.

Cabe precisar que este artículo omite, en forma intencional, incluir una descripción general de la titulación de activos y de los agentes que participan en ella, por considerar que la misma ya ha sido ampliamente efectuada en otros artículos que sobre la materia han sido publicados localmente.

Debemos precisar también que este artículo no aborda las materias tributarias vinculadas al fideicomiso, por exceder el objeto del presente trabajo.

I. INTRODUCCIÓN

Marco legal. El centro del marco legal de los procesos de titulación de activos¹ ("Marco Legal") está compuesto, esencialmente, por el Título XI de la Ley del Mercado de Valores² ("LMV") y el Reglamento de los Procesos de Titulación de Activos³ ("Reglamento").

No obstante, también es de gran importancia las disposiciones tributarias que se han dictado sobre este tipo de operaciones, así como las de índole contable.

Integran también dicho Marco Legal, la Ley de la Garantía Mobiliaria⁴, en cuanto establece un régimen particular relativo a la oponibilidad de

la transferencia de bienes muebles a patrimonios fideicometidos, y la sección de fideicomiso de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros⁵ ("Ley General"), en parte aplicable en forma supletoria a los fideicomisos de titulación.

Dicho Marco Legal nace en 1996, con la aprobación de ley en mención, complementada a inicios del 1997, con la emisión del indicado Reglamento. Tales dispositivos han tendido algunas modificaciones a lo largo de su vigencia, las más importantes de las cuales serán comentadas aquí.

II. CONTEXTO DE SU APROBACIÓN

La aprobación del Marco Legal fue producto del consenso entre el órgano regulador y los agentes del mercado de la conveniencia de contar con una legislación especial que permitiese la realización en el país de operaciones de titulación que, en otros países, principalmente en EE.UU., se encontraban ampliamente desarrolladas, y que países como Colombia estaban replicando con relativo éxito.

Curiosamente, en el país donde se originó y desarrolló esta figura, los EE.UU., no se necesitó de la emisión de normas especiales para ello. En cambio, los agentes simplemente recurrieron a figuras pre existentes, como por ejemplo al *trust*, o la *corporation*, tradicionalmente utilizadas para propósitos diferentes, para crear los vehículos en los que se alojarían los activos a titular y con cargo a los cuales se emitirían los valores, para llevar a cabo la titulación de activos, denominados en el Marco Legal como "patrimonios de propósito exclusivo" ("Vehículos de Titulación").

1. Vale precisar que la titulación de activos es más un proceso, que una operación, en el sentido que la misma requiere del desarrollo de una serie de actos para poder ser llevada a cabo. No obstante, con fines de fluidez en la exposición, en el presente nos referiremos indistintamente a ella como una operación o un proceso.
2. Aprobada por Decreto Legislativo 861.
3. Aprobado por Resolución CONASEV No. 001-1997-EF/94.10.
4. Ley 28677.
5. Ley 26702.

No obstante, lo cierto es que, a diferencia del sistema legal anglosajón, en el que se otorga gran fuerza a lo que las partes establezcan por vía contractual, nuestro sistema jurídico, integrante de la familia del Derecho Continental, predominante en Latinoamérica, no ofrece la misma confianza a las partes respecto a que lo que pacten se verá confirmado judicialmente, en caso se requiera, en defecto de una legislación que respalde con claridad lo pactado.

El ejemplo de Colombia es ilustrativo, pues dicho país fue pionero en el desarrollo de operaciones de titulización en Sudamérica, precisamente por dictar una detallada normativa especial, aprobada por la entonces Superintendencia de Valores de Colombia (hoy Superintendencia Financiera de Colombia)⁶.

En Perú, en cambio, las únicas operaciones de titulización desarrolladas por empresas peruanas, antes de la aprobación del Marco Legal, se habían realizado en el exterior, al amparo de ley extranjera. Quedaba claro entonces la conveniencia de una ley.

III. LINEAMIENTOS O PRINCIPIOS GUÍA DEL MARCO LEGAL

El Marco Legal tuvo lineamientos o principios guía muy definidos, los mismos que tomaron en cuenta el hecho que se trataba de regular una figura hasta entonces inexistente, cuyo desarrollo futuro se buscaba precisamente promover dentro de condiciones adecuadas de protección para los inversionistas. Los mismos se describen seguidamente.

- (i) **Versatilidad.** El Marco Legal tenía y tiene como propósito ofrecer a los agentes locales las mismas alternativas para el desarrollo de operaciones de titulización que se encontraban disponibles para sus pares del exterior, en el mercado más desarrollado para la titulización de activos, el de los EE.UU.

6. Resolución 400 de 1995.

Lo anterior se fundamentó en dos razones. La primera fue evitar poner a dichos agentes en desventaja frente a sus pares internacionales, en el contexto de un sistema financiero local cada vez más interrelacionado con mercados del exterior. La segunda se vincula estrechamente con el hecho que el objeto de regulación era inexistente, y se quería que fuera el propio mercado, y no el organismo regulador, el que determinase el mejor camino a seguir para realizar operaciones de titulización en Perú.

Como señalamos, el mercado que se tomó como modelo fue el de los EE.UU. En dicha jurisdicción, la experiencia había evidenciado que los agentes recurrían consistentemente a más de un tipo de figura legal para crear los Vehículos de Titulización: el *trust* o las *corporation*.

Asimismo, un importante agente de desarrollo de operaciones de titulización en dicho país eran las sociedades que, con mayor o menor grado de respaldo del gobierno, se dedicaban a la adquisición de carteras de créditos con fines de titularlas ellas mismas vía la utilización del *trust*.

En atención de lo anterior, la legislación local optó por contemplar al menos dos figuras legales a ser utilizadas como Vehículos de Titulización: el fideicomiso, figura que se consideraba equivalente al *trust* anglosajón, y que había que "arreglar", dada su deficiente regulación en la normativa entonces vigente, y la sociedad de propósito especial, en equivalencia a las *special purpose corporations*, que era la forma que se daba a las *corporations* en el marco de los procesos de titulización.

En adición, se dotó a las entidades que podían asumir el rol de fiduciarios en los mencionados fideicomisos (es decir,

a las sociedades tituladoras), con la capacidad de adquirir activos para sí, y por acto unilateral, transferir los mismos a un fideicomiso, con fines de su titulación.

Este objetivo es tan importante en dicho Marco Legal, que el primer considerando del Reglamento lo reconoce, al señalar: *"Que, la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861, mediante su Título XI, dictó las normas que permiten desarrollar procesos de titulación a través de modalidades utilizadas en los mercados en los que su desarrollo se encuentra más avanzado"*.

Asimismo, tal objetivo se encuentra inmerso en el artículo 1 del Reglamento, de modo que sirva de guía para la interpretación de las normas que componen el Marco Legal. En efecto, tal artículo establece: *"Finalidad. Es finalidad de la Ley y del presente Reglamento otorgar a los agentes de la economía la posibilidad de optar por utilizar la estructura de titulación que mejor satisfaga sus objetivos y necesidades financieras"*.

- (II) **Flexibilidad.** Otro principio guía que recorre transversalmente el diseño del Marco Legal es la flexibilidad, en el sentido que no debe imponerse limitaciones al actuar de los agentes del mercado, a menos que exista una razón para ello, la misma que tendría que estar fundamentada en evitar una situación que lleve a un resultado

ineficiente, que los propios agentes del mercado no estuviesen en la capacidad de solucionar por sí mismos (por generarse situaciones con altos costos de transacción u otras).

Reflejo de ello, por ejemplo, fue establecer como regla general que es posible titular cualquier tipo de activo, incluso aquellos que no se encontrasen en el patrimonio del originador, por no existir en el momento en que se estructura la titulación (bienes futuros), o por encontrarse en el patrimonio de un tercero (bienes ajenos); y como excepción la posibilidad del organismo regulador, en este caso la Superintendencia del Mercado de Valores (antes Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores - CONASEV) ("SMV")⁷.

El objetivo detrás de este principio es privilegiar la libertad de contratar de las partes, la que va de la mano con mecanismos de protección vía revelación de información a los inversionistas, de modo que se encuentren adecuadamente informados de las implicancias y riesgos de la inversión que se les propusiese, y acompañados además, cuando correspondiese, de la opinión sobre el grado de riesgo de dicha inversión, emitida por dos terceros independientes: las empresas clasificadoras de riesgo.

Este principio puede encontrarse en el segundo considerando del Reglamento,

7. Lo anterior se deriva de los artículos 291, 292, inciso a) y 295 de la LMV, según los cuales se establece que pueden transferir a los patrimonios de propósito exclusivo recursos líquidos y toda clase de bienes y derechos, precisándose que lo anterior comprende, incluso aquellos activos y la esperanza incierta a que hace referencia el artículo 1409 del Código Civil (artículo del Código Civil referido a bienes futuros y bienes ajenos, entre otros sobre los cuales nuestro sistema jurídico permite pactar). El artículo 295 de la LMV establece la facultad del organismo regulador de establecer limitaciones a la regla anterior.

Al respecto, vale hacer notar que las definiciones de la LMV, contenidas en sus artículos 8 y, particularmente en su artículo 292, no requieren que el vocablo definido se encuentre escrito con mayúscula para contar con el significado que les ha asignado (ver ejemplo de sociedades auditoras, activos crediticios, originador, mejorador, etc.).

Cabe mencionar que dicha regla guarda consistencia con las disposiciones referidas a fideicomiso contenidas en la entonces vigente Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros (artículo 315, segundo párrafo), aplicables al fideicomiso de titulación de conformidad con lo dispuesto en el artículo 323 de la LMV.

que a la letra señala: "Que, los procesos de titulización de activos constituyen instrumentos cuya difusión en nuestro mercado requiere de un marco legal integral y flexible, que determine las normas a que deben sujetarse quienes intervengan en tales procesos durante sus diversas etapas y que les permita establecer, dentro de condiciones adecuadas de transparencia, la estructura que mejor sirva a sus intereses y necesidades financieras".

Este principio se encuentra también inmerso en el artículo 1 del Reglamento, antes mencionado.

- (III) Reducción de riesgo vía reducción de incertidumbre legal. Otro de los objetivos del Marco Legal fue reducir o eliminar aquellos riesgos que pudiesen limitar o impedir el desarrollo de estas operaciones, y que se derivasen de una falta de certidumbre legal.

Son diversos los ejemplos que podemos encontrar de lo anterior.

Uno de ellos es la clara definición, en los artículos 311 y 312 de la LMV, de qué tipo de acreedores podían o no hacer valer sus derechos a costa de los activos puestos en fideicomiso: los primeros son solo los fideicomisarios y todo aquél cuyo derecho derive de un acto realizado por el fiduciario, en calidad de tal, y respecto al fideicomiso respectivo; los segundos incluyen a los acreedores del fideicomitente, del fiduciario, de los fideicomisarios y del destinatario de los activos remanentes, quienes no pueden hacer valer sus derechos con los activos puestos en fideicomiso.

Otro claro ejemplo de lo anterior, de suma importancia para el desarrollo de la titulización, es el impedimento, contenido en el artículo 298 de la LMV, de afectar la transferencia de los activos a alguno de los Vehículos de Titulización previstos en la LMV en caso se hubiere efectuado una emisión de valores con cargo a los mismos, vía oferta pública o, habiendo sido hecha por

oferta privada, los inversionistas contaren con buena fe.

En este caso el derecho prefiere a unos acreedores (los del Vehículo de Titulización) por sobre otros (los del originador), por considerar que ello resulta ser la alternativa más beneficiosa para el país, en la medida que permite el desarrollo de operaciones de financiamiento y, por ello promueve el desarrollo económico. Ello sin perjuicio de las responsabilidades que correspondan a aquellos que afectaron los derechos de los acreedores del originador.

Tal regla además, evita los costos, complicaciones e incertidumbre, propios de seguir una regla con las características del "true sale", como existe en otras jurisdicciones, para determinar si los acreedores del originador pueden hacer valer sus derechos con los activos en fideicomiso.

IV. INNOVACIONES QUE INTRODUJO

1. Innovaciones cuyos efectos van más allá de las operaciones de titulización.

Entre las principales innovaciones que introdujo el Marco Legal, se encuentran algunas que incluso tuvieron un impacto importante en ámbitos que trascienden a la titulización de activos. Nos referiremos a éstas en primer lugar.

- (I) Concepto de patrimonio autónomo. Dentro de este grupo de innovaciones, quizá la más importante desde el punto de vista conceptual, es el reconocimiento formal a nivel legislativo del concepto de patrimonio autónomo, como aquel referido a aquél centro de imputación de derechos y obligaciones respecto del cual no se ejerce una relación de dominio que pueda calificar como un derecho de propiedad, sino uno distinto, afecto a una finalidad y, frecuentemente, con un fin específico.

Lo innovador de dicho concepto es que rompió con paradigmas tradicionales muy arraigados de nuestro sistema jurídico,

como aquél que propugna que no existen bienes sobre los que no recaiga un derecho de propiedad de alguien, o aquél según el cual cada persona corresponde un único patrimonio.

Cabe señalar que la denominación de "autónomo" proviene precisamente de la característica que, a diferencia de los patrimonios "tradicionales" (aquellos que corresponden a toda persona), en el caso de patrimonios autónomos, sobre los activos que lo integran no existe un propietario, en el sentido que quien lo controla no tiene un derecho de propiedad sobre los mismos.

¿Alguien podría sostener, por ejemplo, que los activos de un fondo mutuo (un ejemplo de patrimonio autónomo) son de propiedad de la sociedad administradora?

Debe destacarse, con riesgo de caer en reiteraciones, que la novedad no consistió en la introducción de ejemplos de patrimonios autónomos en la legislación, sino en el reconocimiento legal de su existencia dentro de nuestro sistema de derecho.

En los hechos, el legislador ya había quebrado tales paradigmas con la introducción de figuras inspiradas en el derecho anglosajón, por ejemplo, con la creación de los fondos mutuos o el fondo de garantía de las bolsas de valores, que son anteriores a la legislación sobre titulación de activos.

(II) **Fideicomiso.** Otra de las innovaciones que introdujo el Marco Legal fue el actual diseño legal de la figura del fideicomiso, de gran importancia no solo en el plano conceptual,

sino en el plano económico, pues con dicho diseño legal, trasladado posteriormente a la actual Ley General, es que se inicia y desarrolla la realización de operaciones de fideicomiso en el país.

Como señalamos, una de las figuras por las que se optó para ser utilizado como Vehículo de Titulación fue el fideicomiso. Su equivalente, el "trust", resultaba fundamental para la realización de este tipo de operaciones en EE.UU. donde, como mencionamos, nació y se desarrolló este tipo de operaciones.

Esta opción era, además, aquella en la que se basó el legislador colombiano para desarrollar su exitosa normativa de titulación (utilizando la figura conocida en Colombia como "fiducia mercantil"). Entre otros países que habían elegido esta figura se encontraban también México y Argentina, economías importantes en Latinoamérica.

Al evaluar la figura del fideicomiso en Perú y, particularmente, su idoneidad para utilizarla para operaciones de titulación, se observó que ya existía una legislación para esta figura, en la entonces vigente Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros⁸, pero la forma como había sido conceptualizada y materializada legislativamente no resultaba idónea, y la hacía impráctica para su utilización, dentro o fuera del contexto de una titulación.

En efecto, la legislación entonces vigente había concebido al fideicomiso como una suerte de sub propiedad limitada, pero propiedad al fin, del fiduciario⁹, al cual

8. Decreto Legislativo 770.

9. El artículo 326 de dicha ley señalaba: *"El fiduciario adquiere la propiedad de los bienes y la titularidad de los derechos que constituyen el patrimonio fideicometido, sujeto al cargo de atender con ellos al cumplimiento de las finalidades señaladas en el instrumento constitutivo."*

El fideicomitente y sus causahabientes son titulares de un derecho de crédito personal contra el banco fiduciario.

El banco fiduciario sólo puede disponer de los bienes fideicometidos con arreglo a las estipulaciones contenidas en

podían acceder los acreedores de este último para el cobro de sus créditos, una vez que se hubieran agotado sus activos¹⁰, y que se vería afectada en caso de liquidación de dicho fiduciario¹¹.

Dicha legislación mostraba incluso serias inconsistencias, como establecer la posibilidad de excluir los bienes en fideicomiso de la masa del fiduciario en caso de liquidación, bajo la premisa que no eran de propiedad del fiduciario, pese a que la propia legislación, como hemos visto, señalaba lo contrario.

Tales inconsistencias no hacían sino revelar que dicha legislación carecía de una concepción clara acerca de la naturaleza de la figura a regular y de sus implicancias, lo que generaba suficiente incertidumbre como para detener su utilización.

Así las cosas, quedaba claro que era necesaria la reformulación de la regulación del fideicomiso. No obstante, el Marco Legal lo hizo únicamente para efectos de las operaciones de titulación.

De ese modo, se creó el fideicomiso de titulación, como una especie de fideicomiso, regido sí por la legislación matriz del fideicomiso, contenida en la entonces vigente Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, pero en forma limitada (se hicieron inaplicables varias de sus disposiciones para los fideicomisos de titulación)¹² y supletoria, y sujeta a las disposiciones especiales establecidas en la LMV.

Entre dichas disposiciones especiales se establecieron las siguientes:

Conceptualización del fideicomiso de titulación como un patrimonio autónomo¹³. Se dejaba claro, de esta manera, que los acreedores del fiduciario (o de las demás personas que contaban con derechos respecto al mismo, como el fideicomitente o los fideicomisarios) no podían hacer cobro de sus derechos con los activos que integraban el fideicomiso, y para evitar cualquier duda, ello se señaló en forma expresa¹⁴.

Únicamente podrían hacerlo, aquellos que hubiesen adquirido créditos con cargo al

el instrumento constitutivo. Los actos de disposición que efectúe en contravención de lo pactado son anulables, si el adquirente no actuó de buena fe, salvo el caso de que la transferencia se hubiese efectuado en una bolsa de valores.

La acción puede ser intentada por cualquiera de los fideicomisarios, el fideicomitente y aún el propio banco fiduciario.” (Subrayado nuestro).

10. El artículo 328 de la mencionada ley señalaba: *“Para perseguir por obligaciones del banco fiduciario bienes, derechos o recursos identificables que el deudor posea en fideicomiso, es preciso que el acreedor haga previa exclusión de los bienes y activos de aquél.”*

El fideicomitente y cualquier fideicomisario pueden señalar los bienes y derechos que han de ser objeto de la exclusión, si no lo hiciera el banco fiduciario, para lo cual debe notificárseles con el auto de embargo que recaiga en bienes o derechos fideicometidos.” (Subrayado nuestro)

11. El artículo 331 de la mencionada ley establecía: *“En caso de liquidación del banco fiduciario, asiste a quienes tengan legítimo interés el derecho de identificar y rescatar los bienes y derechos existentes que pertenezcan al patrimonio fideicometido, en cualquier estado del proceso, conforme a lo previsto en los Artículos 198 y 199.*

Por el valor de los bienes, recursos liquidados y derechos perdidos o no identificables del fideicomiso, el fideicomitente tiene sobre la masa, hasta por el importe de la responsabilidad del banco fiduciario, un crédito amparado con privilegio general de primer orden.” (Subrayado nuestro)

12. Artículo 323 de la LMV.
13. Artículo 301 de la LMV.
14. Artículo 311 de la LMV.

patrimonio fideicometido, de acuerdo a lo que se hubiere establecido en el acto constitutivo del mismo¹⁵.

A partir de lo anterior, el fideicomitente, u originador, en el caso de la titulación, podría estar confiado que los activos que entregaría en fideicomiso al fiduciario, se encontrarían a salvo de acciones de terceros ajenos a la vida del fideicomiso que constituiría, lo que resultaba fundamental para permitir el desarrollo de esta figura.

Transferencia fiduciaria. Se introdujo el concepto de transferencia fiduciaria en nuestro sistema de derecho¹⁶, la misma que tiene como particular efecto que sobre los bienes objeto de la misma dejará de recaer un derecho de propiedad (u otro), que correspondía al transferente, para surgir respecto a los mismos una relación jurídica de dominio distinta, denominada "dominio fiduciario", que explicaremos seguidamente, y que corresponderá al fiduciario.

Como efecto de ello, los activos se considerarán alojados, no en el patrimonio general del fiduciario, sobre cuyos activos sí ejerce un derecho de propiedad, sino en el patrimonio autónomo fideicometido constituido. A partir de ese momento, los activos ya no tendrán un "propietario" (en caso el transferente hubiese tenido un derecho de propiedad), sino un fiduciario. Quedarán sujetos a la relación de dominio ya mencionada, lo que se prolongará hasta que el fiduciario transfiera los bienes en propiedad, al fideicomitente o a un tercero.

Ahora bien, cabe precisar que también puede ocurrir que la transferencia fiduciaria

sea hecha por un fiduciario (u otro no propietario, como por ejemplo, una sociedad administradora de fondos de inversión), de modo que sobre los activos no variará el hecho de encontrarse sujetos a un dominio distinto al de propiedad.

Dominio fiduciario. Otro de los conceptos fundamentales de la nueva regulación del fideicomiso que se introdujo para las operaciones de titulación, fue el concepto de dominio fiduciario.

Dicho concepto se introdujo con la finalidad de regular el conjunto de prerrogativas que correspondían al fiduciario sobre los bienes que recibía en fideicomiso (y también sobre los que adquiría durante la vida de dicho fideicomiso)¹⁷, despejando de ese modo las dudas que existían a partir de las inconsistencias existentes en la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros.

Tales prerrogativas guardaban correspondencia con las que corresponde a un propietario de acuerdo con nuestro Código Civil¹⁸ (facultad de usar, disponer, reivindicar), pero en el caso del dominio fiduciario, las mismas deben ser ejercidas con arreglo a la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso, y se encuentran sujetas a las limitaciones que se hubieren establecido en el acto constitutivo del mismo.

A la luz de lo anterior, queda claro que el dominio fiduciario no es un tipo de propiedad, mas sí un tipo de dominio, de ahí la denominación recibida. Tal denominación, asimismo, tiene como función evitar que los actores de nuestro sistema jurídico puedan confundir el dominio que corresponde al

15. Artículo 312 de la LMV.

16. Artículos 301 y 313 de la LMV.

17. Artículo 301 y 313 de la LMV.

18. Artículo 923 de Código Civil.

fiduciario con un derecho de propiedad, lo que podría hacer vulnerables a los activos del fideicomiso a acciones de los acreedores del fiduciario.

Queda claro a nuestro entender, también, que ninguna de las partes vinculadas con el fideicomiso cuenta con algún tipo de derecho de propiedad sobre los activos del fideicomiso, correspondiéndole en cambio derechos de índole obligacional frente al fiduciario, por lo que podrán exigirle el cumplimiento de sus obligaciones bajo el acto constitutivo del fideicomiso.

El concepto de dominio fiduciario fue también trasladado posteriormente a la Ley General¹⁹.

2. Otras innovaciones a la legislación.

Entre las principales innovaciones, distintas a las anteriores, que introdujo el Marco Legal en cuanto al fideicomiso se encuentran las siguientes:

- (i) Normas tendientes a facilitar la transferencia de activos a los vehículos de titulización

El Marco Legal introdujo mecanismos tendientes a facilitar la transferencia de activos a los vehículos de titulización²⁰.

Este es uno de los aspectos centrales de la titulización de activos, en la que resulta crucial que la transferencia de los activos, que se suele hacer en forma masiva, sea factible, y oponible, a un bajo costo.

Por regla general, el Marco Legal no modificó inicialmente el régimen general de transferencia de activos, disponiendo que la misma requería del cumplimiento de

los actos que correspondiera a la naturaleza del activo de acuerdo con el ordenamiento.

No obstante, para el caso de transferencia de derechos, sí dispuso ciertas reglas tendientes a la reducción de costos: (i) estableció que es posible hacer la cesión de los activos en un acto único, consistente en la publicación de la misma en un aviso (una forma distinta de notificación de la cesión al deudor cedido); (ii) precisó que el deudor puede renunciar anticipadamente a su derecho a ser notificado de la cesión.

Como puede notarse, tales disposiciones no prescindieron de la notificación al deudor cedido exigida por el artículo 1215 del Código Civil para que la cesión surta efectos frente a aquél.

Estas normas fueron posteriormente modificadas²¹, principalmente para extender sus reglas al acto de retorno de los activos del Vehículo de Titulización al originador, y estableciendo como regla de excepción a la notificación al deudor cedido, como requisito para que la cesión surta efectos frente al mismo, el caso en que el cedente se mantenga como el agente de cobro de los derechos respectivos (es decir que asuma la posición de servidor en la titulización) y cuando los activos retornen a dicho cedente.

Siendo éste un asunto crucial, el mencionado régimen fue complementado por diversos dispositivos.

La primera de dichas disposiciones vino dada por la Ley de la Garantía Mobiliaria, que creó el Registro Jurídico de Bienes (para actos referidos a bienes muebles²² registrados) y el Registro Mobiliario de Contratos (para actos referidos a bienes muebles no

19. Artículos 241 y 252, principalmente.

20. Artículo 296 de la LMV.

21. Mediante Ley 27649.

22. Según son definidos en dicha ley.

inscritos en el registro anterior y para la garantía mobiliaria), y estableció que: (i) son inscribibles, las cesiones de derechos y los fideicomisos sobre bienes muebles o derechos de toda naturaleza, presentes o futuros, determinados o determinables, sujetos o no a modalidad, para efectos de su prelación, oponibilidad y publicidad²³, (ii) que dicha inscripción prevalecía sobre la cesión notificada al deudor cedido²⁴; y, (iii) derogó las normas sobre concurrencia de cesiones contenidas en el artículo 1217 del Código Civil, que basaban su preferencia en la fecha de notificación de la cesión o de su aceptación²⁵.

Asimismo, aunque solo respecto al fideicomiso, por Decreto Legislativo 1061 se modificó el segundo párrafo del artículo 313 de la LMV para establecer que, en el caso de transferencia fiduciaria de mutuos con garantía hipotecaria, la transferencia fiduciaria del mutuo y de la referida garantía se produce con la inscripción del acto constitutivo del fideicomiso en el registro público.

Esta disposición fue luego interpretada por la SMV, en el sentido que lo que establece la modificación es que la transferencia del mutuo y de la garantía hipotecaria se tornan oponibles desde la inscripción, en el Registro Mobiliario de Contratos, del acto constitutivo, en el que conste la identificación de los activos transferidos en dominio fiduciario, no habiéndose modificado el régimen de transferencia de los mencionados activos.

A partir de lo anterior, entonces, en la cesión de derechos y transferencia fiduciaria de bienes muebles a los que se refiere la Ley de la Garantía Mobiliaria, para fines de titu-

lización, se deberá recurrir a la inscripción registral para efectos de su oponibilidad, prelación y publicidad. Ello sin perjuicio de seguir con las reglas que correspondan para su transferencia.

Asimismo, en el caso del fideicomiso, la LMV precisa que la oponibilidad de la transferencia fiduciaria de un mutuo y de la garantía hipotecaria accesoria a aquél, se logra con la inscripción registral del acto constitutivo del fideicomiso, con identificación de los activos transferidos en el Registro Mobiliario de Contratos.

- (ii) Posibilidad de subordinación de pasivos de vehículos de acuerdo con lo que se hubiere pactado en los documentos de constitución del mismo²⁶

Entre las novedades introducidas por la LMV también se encuentra la posibilidad, entonces no prevista legislativamente, de subordinar, via pacto, las obligaciones que asumirían los Vehículos de Titulización, incluso aquellas que se crearían con posterioridad, lo que estaba en línea con la versatilidad que se quiso imprimir al Marco Legal en mención.

- (iii) En el fideicomiso de titulización

Entre las características que se otorgó al fideicomiso de titulización cabe destacar las que se señalan seguidamente.

Posibilidad de respaldar emisiones de terceros. Esta posibilidad se incluyó en la regulación de la titulización de activos²⁷, pese a no ser propiamente tal tipo de operaciones, por el simple hecho que, como señalamos, a la fecha de emisión del nuevo Marco Legal,

23. Artículo 32 de la Ley de la Garantía Mobiliaria.

24. Artículo 27 de la Ley de la Garantía Mobiliaria.

25. Sexta Disposición Final de la Ley de la Garantía Mobiliaria.

26. Artículo 335 de la LMV.

27. Artículo 314 de la LMV.

la regulación del fideicomiso contenida en la Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros adolecía de graves defectos, por lo que no era susceptible de albergar operaciones de fideicomiso que sirvan de garantía a emisiones corporativas.

Entonces, lo que se quiso era habilitar un nuevo mecanismo de garantía a favor de los agentes del mercado.

Dicha modalidad permite, entonces, que se constituyan patrimonios fideicometidos con cargo a los cuales no se emitirían valores, sino que servirían como respaldo a la emisión de instrumentos de deuda a ser realizada por una tercera persona.

A la fecha, la legislación del fideicomiso ha sido reformada por la Ley General en línea con los mismos conceptos concebidos en la LMV, y ya permite el desarrollo de operaciones de fideicomiso, incluyendo los fideicomisos de garantía. De hecho hoy prima la interpretación en el sentido que los fideicomisos de garantía de la Ley General también pueden respaldar (en el sentido de garantizar) emisiones de instrumentos de deuda realizadas por un tercero.

Posibilidad de creación de fideicomiso por acto unilateral. Esta posibilidad se previó para permitir el surgimiento de empresas dedicadas a la adquisición de carteras de créditos que luego serían "empaquetadas" y titulizadas vía fideicomiso.

Esta figura fue una novedad importante a nivel conceptual, pues es la que permite que una misma persona traslade un activo de un patrimonio (el propio, sobre cuyos activos ejerce un derecho de propiedad) a otro patrimonio (el patrimonio fideicometido respecto a cuyos activos ejerce un dominio fiduciario), ambos sujetos a su dominio, lo que era completamente ajeno a todo lo previsto

en nuestro ordenamiento a la fecha de aprobación del Marco Legal.

Las sociedades tituladoras. Uno de los aspectos más importantes del diseño de la legislación del fideicomiso era el referido a quienes podrían fungir de fiduciarios en los fideicomisos de titulación recién previstos legislativamente: ¿Personas naturales, personas jurídicas, entidades del sistema financiero, entidades especializadas?

El criterio que primó siguió el esquema previsto en Colombia, el cual había sido el más exitoso en su momento en Latinoamérica, como comentamos, consistente en que el rol de fiduciario lo asuman entidades especializadas dedicadas a operaciones de fiducia mercantil.

Otro de los criterios que primó en la elección del esquema finalmente previsto, fue el de separación de ámbitos de regulación y supervisión del sistema financiero por parte de la SMV y la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones ("SBS"), el mismo que guió de manera transversal a la LMV, en la que se consagraron entidades especializadas dedicadas a ciertas actividades consideradas típicas del mercado de valores, cuya regulación y supervisión correspondía a la SMV.

Según esta opción, vigente hasta hoy, si las entidades del sistema financiero querían incursionar en las actividades reservadas a dichas entidades especializadas, debían constituir una subsidiaria con la autorización de la SBS, cuyo funcionamiento debía ser autorizado por la SMV.

A partir de lo anterior, únicamente personas jurídicas especializadas, las sociedades tituladoras, debidamente autorizadas por la SMV, así como sucursales de empresas del exterior, podrían asumir el rol de fiduciarios en los fideicomisos de titulación²⁸.

28. Artículo 301 de la LMV.

Como consecuencia de la opción anterior, la LMV contempló que únicamente en los fideicomisos de titulización se podría emitir valores mobiliarios con respaldo en patrimonios fideicometidos. Debemos mencionar que el término respaldar consiste tanto en servir como fuente de pago, como en servir de garantía de dicho pago, respecto a una emisión de valores. En efecto, se consideró que las operaciones de titulización debían ser reguladas únicamente por una entidad gubernamental, y esa era la SMV, por considerársela característica del mercado de valores.

(iv) La sociedad de propósito especial ("SPE")

Esta posibilidad se creó con la finalidad de permitir a los agentes del mercado contar con un Vehículos de Titulización similares a las *special purpose corporation*, de gran utilización en EE.UU.

A diferencia del fideicomiso, la legislación anterior a la aprobación del Marco Legal permitía crear, con base en la misma, sociedades que tuvieran una finalidad exclusiva y que sirvieran como vehículos de titulización, emitiendo valores contra las mismas.

En tal medida, lo que se hizo fue replicar, a nivel legislativo, el tipo de pactos que eran usuales cuando se empleaba esta figura legal para operaciones de titulización, como: (a) objeto social limitado a la titulización, (b) impedimento para modificar dicho objeto social sin el consentimiento de los inversionistas que hubiesen adquirido valores emitidos por este tipo de sociedades, (c) necesidad de contar con un director independiente en caso de sociedades controladas por el originador, el mismo que tenía un derecho de veto para ciertos actos sociales.

Asimismo, se facilitó la utilización de este tipo de empresas, estableciendo la no necesidad de pluralidad de accionistas para su existencia.

En el caso de este tipo de vehículos, el patrimonio de propósito exclusivo es el patrimonio propio de la SPE, sin que exista de modo alguno la figura del fideicomiso o algún otro tipo de patrimonio autónomo. Lo que existe es simplemente el patrimonio ("tradicional") de una sociedad con objeto social limitado.

Un aspecto al que cabe referirse es al hecho que, por tratarse de un vehículo, para su constitución no se requiere de autorización administrativa alguna (como tampoco se requiere para la constitución de un patrimonio fideicometido, si quisiéramos hacer un símil).

En cambio, la supervisión será necesaria en caso se pretenda colocar los valores de la SPE entre el público, al igual que en el caso del fideicomiso de titulización.

Otro aspecto que es pertinente mencionar es por qué la LMV contempla que el patrimonio de la SPE se conforma "esencialmente por activos crediticios"²⁹, definidos en dicha ley como aquellos derechos incorporados o no en valores que confieren a su titular el derecho a percibir sumas de dinero.

La explicación radica en el hecho que lo típico en las operaciones de titulización de activos es que se estructuran a partir de activos generadores de flujos de efectivo (activos crediticios), que son precisamente los que sirven para respaldar el pago de los derechos incorporados en los valores que se emitirán. Sobre la base de dicha premisa, la LMV hace aplicable sus disposiciones únicamente a aquellas operaciones que cuenten con dichas características.

Lo anterior no quiere decir que no sea posible crear contractualmente una sociedad de propósito limitado y transferirle activos no generadores de flujos de efectivo, o al menos no esencialmente dicho tipo de acti-

29. Artículo 324 de la LMV.

vos, y que dicha sociedad haga una oferta de valores, pública o privada. No obstante, en tal caso, si los valores de la nueva sociedad serán ofrecidos al público, deberá seguir el régimen de revelación de información previsto para el común denominador de las sociedades, no siéndole aplicable las reglas contenidas en el Marco Legal.

Tal delimitación resultaba además necesaria, toda vez que, de no haber sido establecida, sociedades de propósito limitado creados con fines distintos a los típicos de una operación de titulización, hubieran caído bajo el régimen de dicho Marco Legal, siéndole de aplicación reglas que podrían no resultar idóneas a ese tipo de operaciones.

V. LOS ASPECTOS NO UTILIZADOS

Ciertos aspectos del Marco Legal no han sido utilizados por el mercado.

(i) SPE.

El más evidente de ellos es el de la propia SPE, a la que nos hemos referido con anterioridad.

Claramente, el mercado local se ha decantado por utilizar como vehículo para operaciones de titulización a la figura del fideicomiso de titulización.

Este comportamiento, no obstante, no es privativo de Perú, pues en Latinoamérica, los mercados han mostrado la misma preferencia por el fideicomiso o, en los casos en que el mismo no se encuentra disponible en la legislación respectiva, por estructuras legales similares en esencia, en los que una sociedad regulada tiene bajo su administración un patrimonio de propósito especial y limitado, con cargo al cual se emitan valores.

Cabe finalmente mencionar que la situación anterior ha llevado incluso a que la SPE sea ignorada en ciertos casos en la legislación, por ejemplo, con ocasión de la emisión de disposiciones de índole tributaria (al regular en ocasiones únicamente a la titulización que se realiza vía fideicomiso).

Las razones de tal tendencia parecen no estar asociadas a razones legales, y estar más asociadas a cuestiones de idiosincrasia, en el sentido que los agentes del mercado ven en el fideicomiso una figura legal ya conocida localmente y en otros países de similares características, por lo que se sienten más cómodos con dicha figura y no ven razones para “aventurarse” a utilizar otra, por más que tenga la posibilidad de representar menores costos en el largo plazo, por los costos que en el corto plazo deberían incurrir para conocer una forma distinta de titulización.

Vinculado con lo anterior podría resultar el hecho que no se encuentre a disposición del mercado el servicio de controlar a la SPE, como existe en EE.UU., donde el originador cede el control de la *special purpose corporation* a terceras entidades que gozan de gran reputación y que, por tal razón, otorgan confianza a los inversionistas de que los activos que se han transferido al SPE con fines de titulización no serán destinados a otras finalidades.

(ii) *La emisión de bonos por un tercero, con respaldo exclusivo del patrimonio fideicometido.*

El Marco Legal contiene en el artículo 14, inciso b) del Reglamento una disposición conceptualmente interesante, pero que no ha sido empleada hasta la actualidad.

Se trata de un fideicomiso en el que una empresa hace una emisión de instrumentos de deuda de cuyo pago no es responsable (emisión sin recurso), pero que se encuentra respaldada en un patrimonio fideicometido constituido para tal propósito. En este caso, el emisor es la empresa que hace la emisión de los instrumentos (distinta al fiduciario), pero no es responsable por su pago. Conceptualmente es como si dicha empresa, que suele ser el originador, se hubiese reservado el derecho de hacer por su cuenta las emisiones de valores que serán respaldadas exclusivamente por el fideicomiso, sin tener que recurrir al fiduciario para que sea éste el que efectúe la emisión (que evidentemente se hace en interés del originador, pues es a aquél al que irá el producto de la colocación).

Pese a ser teóricamente atractivo para los originadores utilizar esta figura, por la libertad que les da para realizar emisiones, el mercado no ha visto su desarrollo.

(iii) La posibilidad de creación de diversos patrimonios fideicometidos con los mismos documentos marco.

Otra disposición que resulta conceptualmente muy interesante, pero que tampoco ha sido utilizada aún es la de la posibilidad de constituir diversos fideicomisos, por ejemplo en el marco de un programa de emisión de valores, que se constituyan a partir de un (único) contrato marco de fideicomiso, a través de actos constitutivos complementarios por cada fideicomiso.

Debe hacerse notar que no se trata en este caso de hacer varias emisiones a cargo de un mismo patrimonio fideicomiso sobre la base de un documento marco, como es usual actualmente, sino de la posibilidad de generar diversos fideicomisos de titulación en forma ágil.

Tal posibilidad se encuentra contemplada en el último párrafo del artículo 10 del Reglamento.

VI. APLICACIÓN PRÁCTICA³⁰

Como hemos señalado, las operaciones de titulación se han realizado, en forma exclusiva, a través de la figura del fideicomiso de titulación.

Las operaciones de titulación se iniciaron en el año 1998, un año después de la aprobación del Reglamento. A la fecha, se han constituido más de 40 patrimonios fideicometidos con fines de respaldar emisiones de valores por oferta pública. Asimismo, con cargo a dichos patrimonios se han realizado más de 60 emisiones de valores por oferta pública, por un monto total que excede los US\$ 1,500 millones de dólares.

Tales operaciones han sido efectuadas mayoritariamente respecto a cuentas por cobrar

existentes al momento de la estructuración de la operación, y de cuentas por cobrar u obligaciones de pago a ser generadas en el futuro (activos futuros). No obstante, también se han estructurado diversas operaciones de titulación basadas en activos inmobiliarios.

Resulta interesante destacar, además, que el Marco Legal ha servido para la creación y emisión de diversos instrumentos sintéticos, en los que la rentabilidad viene determinada por ciertos activos subyacentes que integran el patrimonio fideicometido, incluyendo la utilización de instrumentos derivados.

Irónicamente, solo se ha desarrollado en Perú una operación de titulación de créditos hipotecarios, que es el tipo de titulación estrechamente vinculada con la creación y desarrollo de esta figura, y que constituye además uno de los tipos más frecuentes de titulación en los mercados internacionales.

En cuanto al panorama actual, este está constituido por un universo de 8 sociedades tituladoras, 5 de las cuales se encuentran vinculadas a entidades del sistema financiero y que son los protagonistas de prácticamente la totalidad de las operaciones a las que nos hemos referido anteriormente.

De otro lado, el número de patrimonios fideicometidos vigentes es de alrededor de 20, por un importe total de más de US\$ 900 millones, las que se encuentran bajo el dominio fiduciario de alguna de las 5 entidades antes mencionadas.

VII. ANÁLISIS DE LAS PRINCIPALES MODIFICACIONES

A lo largo de su vigencia, el mencionado Marco Legal ha sufrido ciertas modificaciones. Nos referimos seguidamente a las que consideramos más importantes.

(i) Inscripción en Registros Públicos del acto constitutivo del fideicomiso.

30. Fuente: SMV.

Inicialmente, se previó que si con cargo a un patrimonio fideicometido se iba a efectuar una emisión de valores por oferta pública, entonces dicho patrimonio debía ser inscrito en los Registros Públicos³¹.

Tal concepción se sustentó en hacer un paralelo con el régimen que se utiliza cuando determinadas personas pretenden formar un patrimonio distinto al de ellas, para ser dedicado a una actividad dada, para lo cual deben constituir una persona jurídica, por ejemplo una sociedad anónima al amparo de la Ley General de Sociedades. En tal supuesto, nuestro ordenamiento exige que la constitución de dicha persona jurídica sea inscrita en los registros públicos, y es a partir de ese momento en que es reconocida como tal, lo que implica que nace como un nuevo centro de imputación de derechos y obligaciones.

Tal régimen, aunque lógico desde un plano conceptual, terminó resultando impráctico para la constitución de patrimonios que como los patrimonios fideicometidos, tienen un tiempo de existencia más limitado, y que se enmarca en el desarrollo de una operación financiera dada, en la que el factor tiempo resulta de gran importancia para la viabilidad de la misma.

En tal medida, se consideró pertinente eliminar la obligatoriedad de inscripción registral.

Cabe señalar que dicho requisito de inscripción es independiente de la que deba hacerse para hacer oponible a terceros la transferencia fiduciaria de los activos que se transfieran al patrimonio fideicometido.

*(ii) Inclusión específica de la posibilidad de que el patrimonio fideicometido pueda respaldar obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales.*³²

Consideramos que tal modificación resultaba innecesaria, pues el Marco Legal ya permitía

que el patrimonio fideicometido pudiera asumir obligaciones distintas a las representadas en los valores mobiliarios a emitir con cargo al mismo.

En efecto, el artículo 312 de la LMV, ya establecía que "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". (El subrayado es nuestro).

Asimismo, en atención a lo anterior, el artículo 321 de la LMV señala: "En caso de insolvencia del patrimonio fideicometido, de no haberse previsto un mecanismo alternativo que salvaguarde los derechos de las partes intervinientes y de los terceros facultados de acuerdo a lo dispuesto por la presente ley a hacer cobro de sus derechos con el patrimonio fideicometido, se deberá seguir, en lo pertinente, las disposiciones establecidas en las normas relativas a la reestructuración patrimonial de las empresas". (El subrayado es nuestro).

Esto último era complementado por el artículo 11 del Reglamento que, señalaba que el acto constitutivo del fideicomiso debe señalar: "el mecanismo para la liquidación del patrimonio fideicometido, incluyendo el caso de insolvencia y contemplando a las partes y a los terceros que puedan tener un crédito a cargo del patrimonio fideicometido".

En tal medida, creemos que ya era perfectamente posible establecer en el acto constitutivo del fideicomiso que el fiduciario asumiera, con cargo al patrimonio fideicometido, obligaciones distintas a las incorporadas en los valores mobiliarios a emitir. Para dicho efecto, no debía confundirse la finalidad o el propósito del patrimonio fideicometido, con el tipo de operaciones que éste puede realizar, el cual es definido por

31. Artículo 309 de la LMV.

32. Artículo 291, segundo párrafo, 292, inciso e), 301 y 308, inciso a).

las partes en el acto constitutivo del respectivo fideicomiso.

A este respecto, consideramos que la interpretación del Marco Legal debió estar guiada por los principios y lineamientos señalados en el numeral III anterior, los que, como hemos comentado, han sido incluso consagrados en la normativa aprobada.

Sin perjuicio de lo señalado, paradójicamente, la modificación que se efectuó al Marco Legal con la intención de "ampliar sus alcances", supuestamente limitados en cuanto a la capacidad legal del fiduciario de tomar deuda con cargo al fideicomiso, terminó reduciendo dichos alcances, pues únicamente permite que entidades financieras y organismos internacionales sean los acreedores en tal deuda, de acuerdo con los límites y condiciones que pudiera establecer la SMV.

En la práctica, dichos límites han sido entendidos como que el monto de las obligaciones representadas por créditos de entidades financieras y organismos internacionales sea siempre menor en monto y plazo a las obligaciones representadas en valores mobiliarios emitidos con cargo al patrimonio.

(iii) Régimen de transferencia de activos al fideicomiso y de oponibilidad de la misma.

El régimen de transferencia de activos ha sido uno de los temas en los que el Marco Legal ha evolucionado más. La descripción de este proceso de evolución ha sido descrita en la sección IV.2 (i) anterior, a la que nos remitimos.

Vale mencionar en este punto que este es uno de los aspectos más críticos de la titulización, y que tiene dos dimensiones: el régimen para la transferencia de los activos propiamente dicha, y el régimen para lograr la oponibilidad de dicha transferencia frente a terceros.

En cuanto a la primera de las dimensiones señaladas, la legislación emitida únicamente ha modificado lo relativo a la transferencia de la hipoteca, para dotarla de una mayor agilidad, estableciendo que esta opera con la inscripción

en el Registro Mobiliario de Contratos del acto constitutivo en el que conste la identificación del crédito con garantía hipotecaria que se transfiere en fideicomiso.

En cuanto a la segunda, se ha modificado lo siguiente: (i) el régimen de la oponibilidad de la transferencia de bienes muebles en general, la que se da con la inscripción registral en el Registro Jurídico de Bienes o el Registro Mobiliario de Contratos, según se trate de bienes existentes registrados, o de otro tipo de bienes, respectivamente.

En el caso de transferencia de derechos, específicamente, se modificó el régimen de notificación al deudor cedido de la cesión mediante la cual se transfieren dichos derechos, estableciendo nuevos supuestos en los que no es necesaria tal cesión para que la misma surta efectos frente al deudor (aceptación previa de no notificación y los casos en que el cedente quede a cargo del cobro de las obligaciones de pago relativas a los derechos), en adición a los mecanismos ya previstos de cesión masiva de derechos vía publicación de aviso como mecanismo de notificación.

Ahora bien, en cuanto a las reglas de concurrencia de cesiones (por haber el acreedor efectuado más de una cesión del mismo crédito), la Ley de la Garantía Mobiliaria otorga preferencia a aquella cesión que haya sido inscrita en el Registro respectivo (de los que contempla dicha ley), incluso por sobre aquella que hubiera sido notificada con anterioridad al deudor cedido, habiendo derogado el régimen que al respecto se encontraba previsto en el artículo 1217 del Código Civil.

Queda la pregunta de cuál sería la preferencia en caso de concurrencia de cesiones notificadas al deudor, pero no inscritas. Nos inclinamos por interpretar que en ese caso deberá preferirse a la que se verificó primero en el tiempo, aunque claro, es previsible que los acreedores se apresuren a inscribir su cesión en los Registros Públicos, en cuyo carecerá de objeto dicha discusión.

(iv) Limitación de posibilidad de colocar valores por oferta privada con cargo en fideicomisos de titulización.

Por Ley 29720 se incluyó una modificación al Marco Legal³³ para limitar la posibilidad de emisión mediante oferta privada de valores emitidos con cargo a fideicomisos de titulización, al caso en que la oferta sea dirigida exclusivamente a inversionistas institucionales.

No se entiende la finalidad de esta restricción, ni los casos que pretende regular, pero en la forma como está redactada podría incluso limitar operaciones absolutamente usuales de titulización, como aquellas que involucran la emisión de varios tipos de valores, unos a colocar por oferta pública (diseñados para el público inversionista), y otros por oferta privada (por ejemplo, con fines de establecer mecanismos de reducción de riesgo vía subordinación), cuya colocación no es inusual que se haga en el propio originador o en empresas vinculadas al mismo.

A la luz de los lineamientos y principios que guían el Marco Legal antes mencionadas, esta limitación carece de sentido.

Cabe observar que en el caso de sociedades administradoras de fondos de inversión, otro tipo de patrimonio autónomo con cargo al cual también se pueden emitir valores de participación y de deuda, la SMV tomó la decisión de solo supervisar a aquellas que administraran al menos un fondo de inversión que hiciera oferta pública de sus participaciones, excluyendo a las demás del marco regulatorio y de supervisión que había creado, pero sin prohibir su existencia.

Si la misma inquietud se encuentra detrás de la limitación mencionada, llama la atención de por qué la propuesta del regulador haya sido distinta.

La misma Ley 29720 modificó el régimen que permitía la subordinación del pago de la prestación correspondiente a una emisión de valores respaldada en uno de los Vehículos de Titulización, al pago de otra obligación presente o futura, si así se hubiere pactado³⁴

La modificación eliminó la referencia a la procedencia de la subordinación cuando así se hubiere pactado, y agregó un párrafo que establecía que la SMV establece los límites y condiciones para la mencionada subordinación.

Puede que la intención de la modificación haya sido limitar la subordinación a los casos previstos previamente por la SMV en una disposición de alcance general.

No obstante, a nuestro criterio, el régimen vigente no prohíbe tal subordinación en defecto de regulación emitida por la SMV.

VIII. ASPECTOS A REFORMAR

(i) *Tipos de obligaciones que puede respaldar un patrimonio fideicometido.*

Uno de los aspectos relativos al fideicomiso de titulización de mayor importancia actual es el referente a la posibilidad que el patrimonio fideicometido asuma obligaciones distintas a aquellas representadas en los valores mobiliarios que se emitan con cargo al mismo, así como cuáles son las implicancias de tal posibilidad frente a los inversionistas.

Desde nuestro punto de vista, dicho asunto es muy simple: no existen razones para limitar la posibilidad de que el patrimonio fideicometido pueda asumir obligaciones distintas a aquellas representadas en valores mobiliarios.

Por tal motivo, incluso, no debería pedirse que el monto o plazo del conjunto de dichas obligaciones guarde cierta relación con el de los valores a emitir.

Dada la evolución del fideicomiso, resulta clara la necesidad que aquél sea flexible en este aspecto, precisamente para viabilizar operaciones de financiamiento que contribuyan al desarrollo al país.

33. Modificación del artículo 333 de la LMV, mediante la inclusión de un tercer párrafo.

34. Artículo 335 de la LMV.

Debemos recordar que la existencia del fideicomiso de titulización como categoría separada se explica por: (a) la ausencia, al momento de la creación del Marco Legal, de un régimen de fideicomiso en el que hubiese podido basarse, por lo que fue necesario establecer una regulación propia; y (b) por la necesidad de delimitar el campo de competencia de los reguladores del sistema financiero y del mercado de valores, lo que se logró sobre la base de crear la figura del fideicomiso de titulización, como el único tipo de fideicomiso que tenía como finalidad servir de respaldo a una emisión de valores, cuya supervisión correspondería a la SMV (entonces CONASEV), a diferencia del resto de fideicomisos, que serían regulados y supervisados por la SBS.

Ambos aspectos han perdido vigencia hoy en día.

Por un lado la legislación del fideicomiso tanto en la LMV como en la Ley General resulta equivalente.

De otro lado, la interpretación de dichos organismos reguladores ha borrado la separación de competencias pues, por ejemplo, ambos tipos de reguladores pueden supervisar fideicomisos que sirvan de garantía a emisiones de valores, como hemos podido observar en operaciones recientes, en las que se ha utilizado al fideicomiso de garantía de la Ley General, para cumplir tal función.

Por ende, consideramos que debería permitirse a nivel normativo, e interpretativo, que el fideicomiso de titulización pueda respaldar todo tipo de obligaciones, representadas o no en valores mobiliarios, sin que existan límites o condiciones que deban ser cumplidos para tal efecto, salvo los que las propias partes decidan establecer.

Al respecto, debe considerarse que, ello no importa en absoluto un mayor o menor riesgo para los inversionistas y, en última instancia, cualquier riesgo que se considerase pudiera generar, debería verse reflejado en el prospecto informativo que se deberá preparar y entregar a dichos inversionistas, así como, en su caso, en la clasificación de riesgo.

El fideicomiso de titulización ha sido concebido principalmente como una herramienta versátil, cuya finalidad última es brindar a los agentes del mercado mecanismos con los que puedan satisfacer sus necesidades financieras, en un contexto de libertad para innovar.

Dicho fideicomiso no debe ser entendido en forma rígida, como atado a un único concepto particular. Nótese cómo, dentro de su concepción original, se previó que éste pueda servir tanto como un verdadero Vehículo de Titulización, cuando se emiten valores con cargo al mismo, como mero mecanismo de garantía, cuando sirve como garantía al pago de valores emitidos por terceros.

A raíz de lo anterior, debería entenderse al fideicomiso de titulización a aquel con cargo al cual se emitan valores, sin que importe si la emisión de valores es mayor o menor a otras obligaciones que asuma el patrimonio fideicometido.

En cuanto a los derechos que corresponderán a cada tipo de acreedor, y las relaciones que surgirán entre ellos, en caso un mismo fideicomiso e titulización respalde emisiones de valores y créditos de terceros, consideramos que ello debería ser dejado a la regulación de las propias partes intervinientes en el acto constitutivo de fideicomiso.

Lo anterior nos lleva a la pregunta respecto a si sería posible que los acreedores relativos a obligaciones no representadas en valores mobiliarios pudieran también ser considerados fideicomisarios en el mismo.

En nuestro punto de vista, ello sería perfectamente posible, y las partes deberían encontrarse en la posibilidad de incluir tal estructura al diseñar un fideicomiso de titulización. Al final, los acreedores en las obligaciones no representadas en valores mobiliarios son tan interesados en la vida del fideicomiso como los tenedores de valores, por lo que no existe un fundamento válido por el que puedan ser excluidos de la calificación de beneficiarios del mismo.

Ello permitiría el desarrollo de nuevas figuras que sustentarian la emisión de valores y el

mercado se vería beneficiado con mayores alternativas de inversión.

(ii) Tipos de fideicomisos.

Un asunto estrechamente vinculado con el punto anterior se refiere a la posibilidad que las entidades que hoy solo pueden ser fiduciarios en fideicomisos de la Ley General, también puedan asumir el rol de fiduciario respecto a fideicomisos de titulización, y viceversa.

Desde nuestro punto de vista, no encontramos razones por las que ello no pueda darse.

Tal consideración se sustenta en que, a la fecha, como hemos señalado, la legislación del fideicomiso de la Ley General es hoy equivalente en términos de consistencia con el fideicomiso de titulización de la LMV, por lo que es claro que una entidad que cuenta con la capacidad de ejercer el dominio fiduciario respecto a un fideicomiso constituido al amparo de la Ley General, es igualmente capaz de ejercer dicho dominio en caso se emitan valores con cargo al referido fideicomiso.

La propuesta no tiene un efecto meramente conceptual, sino que tiene una gran implicancia práctica, pues, al menos teóricamente, podría ampliar el universo de agentes que brinden el servicio de asumir el rol de fiduciario en un fideicomiso de titulización.

Ahora, debe reconocerse que es necesario previamente evaluar cuáles podrían ser los efectos reales de tal medida, por ejemplo, porque es probable que las entidades del sistema financiero opten por prescindir de sus sociedades tituladoras (las que como vimos, explican hoy el desarrollo de las operaciones de titulización), lo que podría tener como efecto una pérdida de interés por desarrollar los negocios de titulización de activos, causando en realidad una reducción en la oferta de servicios fiduciarios con fines de titulización.

Así, por ejemplo, si lo que se concluyese es que el esquema más favorable para el desarrollo de la oferta de servicios fiduciarios con fines de

titulización es aquél en el que quienes brinden tales servicios sean entidades especializadas, distintas de aquellas que brindan servicios financieros, lo que sí resulta claro es que tales entidades fiduciarias especializadas (incluyendo a las actuales sociedades tituladoras) deberían también poder brindar el servicio de fiduciario respecto de fideicomisos con cargo a los cuales no se emitan valores.

Lo anterior involucraria, por ejemplo, permitir que las empresas de servicios fiduciarios de la Ley General, también puedan asumir el rol de fiduciarios en fideicomisos de titulización, y que las sociedades tituladoras puedan también asumir el rol de fiduciarios respecto de fideicomisos que no respalden emisiones de valores. Ello, sin duda, debería ir acompañado de una equiparación de los requisitos regulatorios aplicables a ambos tipos de entidades, por ejemplo, elevando el requerimiento de capital de las sociedades tituladoras en caso quisieran desarrollar fideicomisos distintos a los de titulización.

Quién se encargue de la supervisión de estas entidades fiduciarias especializadas, no parece ser un aspecto de gran controversia, pues cualquiera de los antes mencionados organismos reguladores podría ser el encargado de dicha supervisión. En realidad, ambos se encuentran especializados en la supervisión de entidades que controlan patrimonios autónomos sobre los que terceros tienen un interés de índole económico (administradoras de fondos de pensiones, administradoras de fondos mutuos, entre otros).

En el fondo, y aunque ello excede el tema objeto del presente, creemos que debería explorarse la posibilidad de permitirse a todos aquellos que administran patrimonios autónomos, a administrar otros patrimonios autónomos de distinta naturaleza, como se hizo por ejemplo, aunque en forma más limitada, al permitir la posibilidad de entidades que administren al mismo tiempo fondos mutuos y fondos de inversión.

(iii) Limitación de ofertas privadas.

La presente propuesta se refiere a la imposibilidad, generada a partir de una modificación al

régimen legal de la titulación de activos, de que se puedan efectuar colocaciones de valores por oferta privada a terceros distintos a los inversionistas institucionales.

No entendemos las razones de tal prohibición, máxime si trata de una operación privada.

Nuestra propuesta, como es fácil deducir, consiste en que se elimine esta limitación, máxime cuando impide que se puedan estructurar fideicomisos de titulación en los que se prevean distintos tipos de valores, a ser colocados algunos por oferta pública, y otros por oferta privada.

(iv) Requerimientos en caso de oferta pública.

El Reglamento se aprobó un año antes que el Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios³⁵ ("ROP"). No obstante, el Reglamento ya introdujo todo un esquema que viabilizaba la utilización de programas de emisión de valores (incluso basados en más de un fideicomiso de titulación), y el cumplimiento de los trámites administrativos para poder efectuar diversas ofertas públicas de valores en forma ágil y a un bajo costo.

Con la aprobación del ROP y de sus disposiciones complementarias, se aprobó un nuevo esquema de registro de valores con fines de oferta pública aún más comprehensivo, el del "Trámite Anticipado", que incluyó por supuesto el esquema de los programas de emisión. No obstante, el ROP no incorporó a las emisiones de valores con cargo a fideicomisos de titulación dentro de sus disposiciones, y prefirió mantener la plena vigencia del Reglamento en la materia, que en ese momento llevaba recién un año de vigencia.

Hoy en día, las disposiciones previstas en el ROP y sus disposiciones complementarias son aplicadas también en los casos de ofertas públicas de valores emitidos con cargo a fideicomisos de titulación, lo que no es posible prever de la mera revisión de las disposiciones normativas emitidas.

Por ello, se sugiere incorporar las disposiciones sobre emisión y registro de valores en el marco creado por el ROP y sus disposiciones complementarias, de modo que sea posible prever de antemano los procedimientos y requisitos que deben cumplirse para los fines de la oferta pública de valores.

IX. CONCLUSIONES

Han transcurrido más de 16 años de aprobado el Marco Legal y, realmente, no es mucho lo que dicho Marco Legal ha cambiado desde su aprobación.

Tal "longevidad" es inusual para normas cuyo objeto de regulación resulta tan dinámico y cambiante como las operaciones de titulación.

Dicha característica, creemos, se debe a la versatilidad de dicho Marco Legal, basado, como señalamos, en un régimen de privilegia la libertad de contratación de los agentes del mercado, bajo la concepción que las características de dichas operaciones deben ser definidas por las partes, y no por el Estado, a menos que existan fundadas razones para ello. Tal régimen de libertad va acompañado con uno de plena transparencia, para que los potenciales inversionistas puedan conocer las implicancias de las operaciones que se les proponen.

Ciertas modificaciones, al contrario de privilegiar dicha flexibilidad, han venido a hacer un tanto más rígida la normativa, ante lo cual, nuestra propuesta es revertir tal situación. Ya hemos visto como dicho marco sirve hoy para crear nuevos instrumentos sintéticos que, sobre la base de otros instrumentos subyacentes, vienen a constituirse en nuevas alternativas de inversión para los agentes locales, sin que se trate en esencia de operaciones de titulación. Ello es posible debido a la versatilidad con la que fue concebido el Marco Legal, la cual debe privilegiarse como regla general.

35. Aprobado por Resolución CONASEV No. 141-98-EF/94.10.

De otro lado, observamos que el mencionado Marco Legal sirvió para el desarrollo de las operaciones de fideicomiso en general, al crear un esquema legal que se trasladó a la Ley General y cuya consistencia ha merecido la confianza de los agentes del mercado y ha potenciado su desarrollo.

Lo anterior se relaciona con el hecho que el fideicomiso de titulización haya nacido como una figura especial, debido principalmente a la carencia de un régimen general de fideicomiso en el que podía basarse.

Hoy en cambio, la legislación del fideicomiso en general es consistente, y no existen razones

evidentes para que quien ejerza labores de fiduciario en un fideicomiso de la Ley General, no tenga la misma capacidad de realizar la misma función respecto de un fideicomiso con cargo al cual se emitan valores. Lo mismo aplica para el caso de las sociedades tituladoras, que bien podrían ejercer el dominio fiduciario de fideicomisos distintos a los fideicomisos de titulización.

Lo anterior nos debería llevar a explorar la posibilidad de una nueva reforma del fideicomiso centrada ya no en las características propias de la figura legal, sino en potenciar la oferta de servicios fiduciarios, en beneficio del mercado en su conjunto, para lo cual nos permitimos presentar mediante el presente, algunas propuestas.