

Análisis de la legislación de los patrimonios autónomos desde una perspectiva económica, a propósito de los últimos cambios a la normativa sobre titulización de activos

PAUL CASTRITIUS MENDOZA

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.
Máster en Leyes por la Universidad de Chicago.

SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. La Modificación.
 1. Antecedentes
 2. Alcances de la Modificación.
 - 2.1. Principales disposiciones.
 - 2.1.1. Sobre los tipos de estructuras que pueden implementarse a partir de fideicomisos de titulización.
 - 2.1.2. Sobre los fideicomisos de garantía.
 - 2.1.3. Fideicomisos que también respalden obligaciones de entidades financieras u organismos multilaterales.
 - 2.1.4. Otras disposiciones relevantes, respecto a operaciones con fideicomisos de titulización, aunque no directamente vinculadas con el propósito de este artículo.
 3. La modificación, en síntesis.
- III. La modificación, vista desde una perspectiva económica.
- IV. Las implicancias de la modificación respecto al régimen de otros patrimonios autónomos.
 1. Los otros patrimonios autónomos.
 2. Comparación del fideicomiso de titulización con los otros patrimonios autónomos.
- V. Conclusiones.



RESUMEN:

El presente artículo, sobre la base del análisis de los efectos económicos de los principales aspectos de la Modificación, Reglamento de Titulización, provee una visión general del estado de la legislación de los patrimonios autónomos, revisando cómo el diseño inicial de dicha legislación, cuyo propósito era sentar las bases para el desarrollo de tales patrimonios, inexistentes en dicho momento, ha ido cambiando con el tiempo, y cuáles son los efectos generales de dichos cambios. Así mismo, formula algunas propuestas de modificación general del diseño actual de dicha legislación, con la finalidad de crear un sistema más eficiente en beneficio de los agentes de la economía.

Palabras clave: Reglamento, normativa, titulización de activos, análisis económico, patrimonios autónomos, economía, efectos.

ABSTRACT:

This article, based on the analysis of the economic effects of the main aspects of the Modification, Securitization Regulation, provides an overview of the status of the legislation of autonomous assets, reviewing how the initial design of such legislation, whose purpose was to lay the foundations for the development of such estates, nonexistent at that time, has been changing over time, and what are the general effects of such changes. Also, it formulates some proposals for a general modification of the current design of such legislation, with the purpose of creating a more efficient system for the benefit of the agents of the economy.

Keywords: Regulation, legislation, asset securitization, economic analysis, autonomous assets, economy, effects.

I. INTRODUCCIÓN

El 29 de abril de 2022 se publicó, en el Diario Oficial El Peruano, la Resolución SMV N° 007-2022-SMV/01 —en adelante, la “Resolución”—, por medio de la cual se modificó el Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, aprobado mediante Resolución CONASEV N° 001-97-EF/94, “Reglamento de Titulización” —en adelante, la “Modificación”—.

La Modificación tiene como una de sus finalidades principales consagrar a nivel de norma, lo aprobado mediante un precedente de observancia obligatoria que se dictó a través de la Resolución de Superintendente N° 040-2020-SMV/02 —en adelante, el “Precedente de Observancia Obligatoria”—, al resolver en última instancia administrativa un caso particular, y que en los hechos restringió las posibilidades de utilización de los patrimonios autónomos constituidos a partir de los fideicomisos de titulización.

Resulta interesante analizar la Modificación desde el punto de vista económico, y de paso hacer un diagnóstico de cómo quedan las opciones que nos da la legislación peruana para la constitución de patrimonios autónomos como mecanismo para el desarrollo de negocios.

Como sabemos, la creciente utilización de dichos patrimonios autónomos a partir de la reforma legislativa adoptada principalmente en la segunda mitad de los años 90 es resultado de las eficiencias que se alcanzan a través de dichos mecanismos, al permitir aislar activos en tales patrimonios, sin necesidad de constituir una persona jurídica, con la intención que sean utilizados para una finalidad específica. Como es de imaginar, y lo demuestran los hechos, los particulares difícilmente podrían llegar por la vía de los contratos a un resultado similar al que se logra vía la constitución de dichos patrimonios autónomos, en la medida que no se podría alcanzar un nivel óptimo de seguridad jurídica a un costo que lo haga viable.

II. LA MODIFICACIÓN

1. Antecedentes.

Como señalamos, la Modificación tiene como antecedente directo el Precedente de Observancia Obligatoria.

Los precedentes de observancia obligatoria se encuentran contemplados en el Artículo VI del Título Preliminar del Texto Único Ordenado de la Ley 27444, Ley del Procedimiento Administrativo General —TUO LPAG—, aprobado por De-

creto Supremo N° 004-2019-JUS, e interpretan de manera general el sentido de ciertas disposiciones legales, haciendo dicha interpretación de aplicación obligatoria para los órganos de la entidad que lo aprobó, en la medida que no sean modificados posteriormente por aquella.

De manera más o menos notoria, la emisión de dicho Precedente de Observancia Obligatoria no resultaba suficiente para dar solidez legal a sus disposiciones, razón por la cual se optó por modificar las mismas normas que eran materia de interpretación por dicho precedente. Nosotros sostenemos que, en ciertos aspectos, la Modificación tampoco resultaría suficiente, pues algunas disposiciones que se pretenden interpretar en un sentido provienen de la misma Ley del Mercado de Valores, Texto Único Ordenado aprobado por Decreto Supremo N° 093-2002-EF — LMV.

¿Qué dispuso el Precedente de Observancia Obligatoria?

El Precedente de Observancia Obligatoria llegó a las siguientes determinaciones:

- a) **Facultades de la Superintendencia del Mercado de Valores — SMV, respecto a los fideicomisos que respaldan valores de oferta privada.**- La SMV puede acceder a la información y documentación de las sociedades tituladoras y demás entidades autorizadas por aquella, relativa a fideicomisos de titulización cuyos valores sean objeto de oferta privada, para controlar que dichas entidades autorizadas cumplan con su objeto social autorizado por la SMV, determinar si los valores realmente se colocaron por oferta privada, y no una oferta pública, y para los demás fines que la legislación encargue a dicha institución.
- b) **Tipos de estructuras que pueden implementarse con los fideicomisos de titulización.**- Es legalmente posible que se constituyan fideicomisos de titulización con estructuras distintas a las de financiamiento o de un Fideicomiso de Titulización

para Inversión en Renta de Bienes Raíces —FIBRA—, siempre que lo autorice la SMV.

En el caso de fideicomisos que respaldan valores de oferta pública, tal autorización se otorga en el trámite de inscripción de los valores en el Registro Público del Mercado de Valores —RPMV— de la Superintendencia del Mercado de Valores. En el supuesto de fideicomisos que respaldan valores de oferta privada, debe remitirse la información que prevé el Reglamento de Titulización y la demás que requiera la SMV. Cabe mencionar que esa potestad para requerir tal autorización no está contemplada en la norma. El Primer Precedente de Observancia Obligatoria —POO—, de la Superintendencia del Mercado de Valores, incluso prevé un procedimiento de autorización en el caso de fideicomisos que respaldan valores de oferta privada.

- c) **Límites para los fideicomisos de garantía.**- Los fideicomisos de titulización no pueden ser únicamente fideicomisos de garantía o respaldo de valores emitidos por terceros, es decir, por personas distintas a la sociedad tituladora. En todo caso, dichos fideicomisos podían respaldar valores emitidos por terceros, pero siempre y cuando, contra el mismo fideicomiso, la sociedad tituladora también emita valores.
- d) **Otros aspectos que se derivan en forma directa de la norma.**- Otros aspectos que realmente se desprenden de manera medianamente directa de la norma, como que los patrimonios pueden estar respaldados en activos crediticios o no crediticios, generadores de flujo de efectivo o no, que el valor de los activos puede exceder el de los valores emitidos con cargo al patrimonio, entre otros.

De dichas determinaciones, consideramos relevantes para el interés de este artículo, las establecidas en los acápites b y c anteriores, por lo que la comparación en mención se centrará en ellas.

2. Alcances de la Modificación.

2.1. Principales disposiciones.

La Modificación aprueba lo siguiente:

2.1.1. Sobre los tipos de estructuras que pueden implementarse a partir de fideicomisos de titulación.

- a) Se señala que la protección que brinda lo establecido en los artículos 298 y 311 de la Ley del Mercado de Valores —LMV—, corresponde a los procesos de titulación que cumplan ciertas “características esenciales”, que son las contenidas en el primer párrafo del artículo 291 y el primer párrafo del artículo 301 de la LMV.

Al respecto, cabe señalar que el artículo 298 de la LMV, en protección de los inversionistas que adquieren valores emitidos con cargo a patrimonios de propósito exclusivo —e.g. los patrimonios fideicometidos—, impide que se declare la nulidad de la constitución de dichos patrimonios cuando pudiera derivar en un perjuicio para quienes hubieren suscrito o adquirido valores

emitidos con cargo a dicho patrimonio en el contexto de una oferta pública o que, en caso los hubieran suscrito o adquirido en virtud de una negociación privada, hubieren obrado de buena fe. Asimismo, dicho artículo establece que la persona obligada a la transferencia de los mencionados activos tampoco podrá accionar en contra de la indicada transferencia.¹

Por su parte, el artículo 311 de la LMV se refiere a que los activos que se encuentran dentro de un patrimonio fideicometido de titulación no podrán ser atacados por las obligaciones del fideicomitente, del fiduciario, de los fideicomisarios o del destinatario de los activos remanentes del fideicomiso.² Esta disposición, más que una “protección”, describe la esencia misma de un patrimonio autónomo, un centro de imputación de derechos y obligaciones distintos, a cargo de una entidad que ejerce un dominio distinto al de un propietario.

Pues bien, las “características esenciales” que establece el primer párrafo del artículo 291 son las siguientes: la constitución de

1. LMV, artículo 298:

“Artículo 298.- Protección a los Inversionistas.- No podrá declararse la nulidad, por simulación, la anulación, ni la ineficacia por fraude del acto por el cual una o más personas naturales o jurídicas constituyen un patrimonio de propósito exclusivo y se obligan a transferir activos para que se incorporen en dicho patrimonio, cuando pudiera derivar en un perjuicio para quienes hubieren suscrito o adquirido los valores por oferta pública, o que, habiéndolos suscrito o adquirido en virtud de una negociación privada, hubieren obrado de buena fe y pudieran sufrir un perjuicio.

Por tal motivo, no son de aplicación al acto a que se refiere el artículo anterior las disposiciones que establecen la nulidad de los actos celebrados por una persona en proceso de reestructuración, liquidación extrajudicial o declarada en quiebra, contenidas en las normas relativas a la reestructuración patrimonial de las empresas en los supuestos señalados en el párrafo anterior.

Del mismo modo, en relación al acto a que se refiere el primer párrafo del presente artículo, la persona o personas obligadas a transferir los activos no podrán, salvo pacto en contrario, solicitar la rescisión por lesión, la resolución o reducción de su prestación por excesiva onerosidad de esta, ni la resolución por incumplimiento del adquirente del pago de la prestación debida en los supuestos allí señalados.

Queda a salvo el derecho del transferente o de los terceros a ejercer las acciones civiles, administrativas o penales que correspondan.”

2. LMV, artículo 311:

“Artículo 311.- Intangibilidad del Patrimonio Fideicometido.- Los activos que integran el patrimonio fideicometido no se encuentran afectos al pago de las obligaciones y responsabilidades de las personas señaladas en el artículo anterior.

No obstante, los acreedores del destinatario de los activos remanentes pueden ejercer sus derechos sobre ellos una vez que, habiendo finalizado el fideicomiso, hubieren sido puestos a su disposición en el modo y plazo establecido en el acto constitutivo.”

un patrimonio autónomo; (ii) la emisión de valores con cargo a dicho patrimonio; y, (iii) la finalidad del patrimonio debe ser respaldar el pago de los valores, lo que significa, de acuerdo con la definición de “respaldo”, contenida en el artículo 292, inciso f de la LMV³, que dicha finalidad consiste en servir como fuente de recursos o garantía para el pago de tales valores.⁴

- b) Establece que cuando el patrimonio fideicometido respalde también otras obligaciones con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con lo previsto en el segundo párrafo del artículo 291 de la LMV, o cuando sirva para respaldar valores emitidos por terceros —i.e. por persona distinta al fiduciario, de conformidad con lo señalado en el cuarto párrafo del artículo 314 de dicha ley—, estructuras a las que nos referiremos seguidamente, se debe observar las “características esenciales” señaladas en el acápite a) anterior.

A nuestro entender, ello significa que lo que se dispone es que debe constituirse un patrimonio autónomo fideicometido, emitirse valores con cargo a aquel, y dicho patrimonio debe tener como finalidad servir de respaldo a los valores mencionados. Ello sin perjuicio de que el patrimonio respalde también el pago de las obligaciones y valores de terceros a que se refieren las disposiciones legales antes mencionadas.

- c) La SMV cuenta con la potestad para constatar que los patrimonios fideicometidos que respalden el pago de valores oferta pública o de oferta privada, que las sociedades tituladoras tengan bajo su cargo, cumplan con las mencionadas “características esenciales” para contar con la protección antes señalada.

Se establece que los procesos de titulación, además de ser diseñados como estructuras de financiamiento, también pueden ser estructurados como vehículos de inversión, como el caso de los FIBRA.

En este aspecto, entendemos que la Modificación se aleja de lo dispuesto por el Precedente de Observancia Obligatoria, ya que no contempla que tales estructuras adicionales deban tener la autorización de la SMV en caso de los fideicomisos que respaldan valores de oferta pública o privada, y menos prevé un procedimiento para el otorgamiento de tal autorización.

2.1.2. Sobre los fideicomisos de garantía.

Con relación a los fideicomisos que respaldan valores emitidos por terceros, se establece lo siguiente:

- a) El patrimonio fideicometido, además de respaldar valores emitidos por terceros, también debe respaldar valores emitidos por la propia sociedad tituladora. La Mo-

3. LMV, artículo 292, inciso f):

“Artículo 292.- Términos.- Para efectos de las normas relativas a procesos de titulación contenidas en la presente ley, se entenderá por:

(...)

f) Respaldo: La garantía o fuente de recursos para el pago de los derechos que confieren los valores emitidos en procesos de titulación; (...)”

4. LMV, artículo 291:

“Artículo 291. Concepto.- Titulación es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores.

De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine Conasev mediante norma de carácter general.”

dificación resalta que no es posible que el fideicomiso respalde únicamente valores emitidos por terceros.

- b) El respaldo otorgado al pago de los valores emitidos por terceros debe ser “secundario” respecto al respaldo que se da a los valores emitidos por la sociedad tituladora.

Se entiende que dicho respaldo es “secundario” cuando se cumple en todo momento con las siguientes condiciones:

- i. Menos del 50% del monto total de los valores mobiliarios respaldados por el patrimonio corresponden a los valores emitidos por terceros. Para la determinación de lo anterior se tomará en cuenta la información financiera auditada del ejercicio anterior, y en el caso de los patrimonios fideicometidos que únicamente respaldan valores de oferta privada, en los que no se cuente con estados financieros auditados, se tomará en cuenta la información financiera no auditada del ejercicio anterior; y,
 - ii. El vencimiento de los valores emitidos por terceros, bajo respaldo, no sea posterior al de los valores emitidos por la sociedad tituladora con respaldo en el patrimonio fideicometido.
- c) Los titulares de los valores emitidos por terceros que son respaldados por el patrimonio fideicometido, no tienen la calidad de fideicomisarios respecto al mismo. Este constituye un cambio, con relación a lo dispuesto en el ordenamiento legal, y en nuestra opinión colisiona con lo dispuesto en el artículo 314 de la LMV, que

establece que los titulares de valores respaldados con el patrimonio fideicometido, lo que incluye a los emitidos por terceras personas, tienen la condición de fideicomisarios.

Este factor es relevante, dado que la función del fiduciario, es decir, de la sociedad tituladora, es velar por los intereses de los fideicomisarios o beneficiarios del fideicomiso. De quitarle el estatus de fideicomisarios a los titulares de valores emitidos por terceros con el respaldo del patrimonio fideicometido, tales titulares pasan a ser meros acreedores del patrimonio fideicometido, y el fiduciario no tiene el deber de velar por sus intereses.

- d) Si algún fideicomiso que respalda la emisión de valores emitidos por terceros dejara de cumplir alguna de las condiciones señaladas en los acápite a y b anteriores con posterioridad a su constitución, se debe subsanar tal situación o liquidar el patrimonio, según corresponda, en el plazo máximo de 9 meses de verificada dicha situación.

2.1.3. Fideicomisos que también respalden obligaciones de entidades financieras u organismos multilaterales.

Respecto a los fideicomisos que también respalden obligaciones de entidades financieras u organismos multilaterales, una alternativa que ya estaba prevista en el segundo párrafo del artículo 291 de la LMV.⁵

La Modificación contempla lo siguiente:

- a) El fideicomiso debe observar de manera permanente lo siguiente:

5. LMV, artículo 291:
"Artículo 291. Concepto.- Titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuya finalidad es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende, asimismo, la transferencia de los activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores. De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales, de acuerdo con los límites y condiciones que determine Conasev mediante norma de carácter general."

- i. El plazo de vencimiento de las obligaciones contraídas con las entidades financieras u organismos multilaterales no podrá ser posterior al de los valores emitidos por la sociedad titulizadora con respaldo en el patrimonio fideicometido.
 - ii. Si algún fideicomiso de titulización deja de cumplir dicha condición con posterioridad a su constitución, se debe subsanar tal situación o liquidar el patrimonio, según corresponda, en el plazo máximo de 9 meses de verificada tal situación.
- b) Como novedad, se contempla que el fideicomiso bajo comentario puede respaldar deudas contraídas por el originador con entidades financieras u organismos multilaterales.

En este supuesto, la Modificación establece que se deben cumplir las mismas condiciones establecidas para los fideicomisos que respaldan valores emitidos por terceros, lo que implica que:

- i. Menos del 50% del monto total producto de la suma de las obligaciones y valores respaldados por el patrimonio corresponden a las obligaciones contraídas con las entidades financieras u organismos multilaterales respaldadas por el fideicomiso; y,
- ii. El vencimiento de las obligaciones contraídas con las entidades financieras u organismos multilaterales respaldadas por el fideicomiso no puede ser posterior al de los valores respaldados por el mismo.

La Modificación establece que, si el fideicomiso deja de cumplir tales condiciones, se deberá subsanar tal situación o liquidar el patrimonio, según corresponda, en el plazo máximo de 9 meses de verificada dicha situación.

La Modificación contempla, asimismo, que ta-

les condiciones no resultan aplicables a situaciones temporales, producidas entre la colocación y emisión de valores mobiliarios, en los que, por la estructura del fideicomiso, se puedan producir excesos de muy corto plazo a los límites antes señalados.

Se establece que las entidades financieras u organismos multilaterales, cuyas obligaciones estén respaldadas en el fideicomiso no tendrán la calidad de fideicomisarios en el fideicomiso de titulización.

2.1.4. Otras disposiciones relevantes, respecto a operaciones con fideicomisos de titulización, aunque no directamente vinculadas con el propósito de este artículo.

Se aprueban las siguientes:

- a) Con relación a lo anterior, en concordancia con el Precedente de Observancia Obligatoria, la Modificación señala también que la Superintendencia del Mercado de Valores —SMV—, cuenta con la facultad de requerir a las sociedades titulizadoras información y documentación respecto a los patrimonios fideicometidos bajo su cargo cuyos valores respaldados sean objeto de oferta privada, con el fin de:
 - i. Controlar que dichas sociedades titulizadoras cumplan con su objeto social autorizado por la SMV.
 - ii. Determinar si bajo la apariencia de una oferta privada, se realiza una oferta pública.
 - iii. Para los demás fines que la legislación encargue a la SMV y en el marco de sus atribuciones respecto de las sociedades titulizadoras.
- b) Se modifica la denominación que deben tener los patrimonios fideicometidos cuyos valores son objeto de oferta privada, la que deberá señalar que no se encuentra inscrito en el Registro Público del Mercado de Valores de la Superintendencia del Mercado de Valores —RPMV, y que se encuen-

tra dirigido a Inversionistas Institucionales —de acuerdo con la definición contenida en el Reglamento del Mercado de Inversionistas Institucionales, aprobado por Resolución SMV N° 021-2013-SMV/01—.

- c) Las sociedades titulizadoras que tengan bajo su cargo fideicomisos cuyos valores respaldados son objeto de oferta privada, deben, además de comunicar a la SMV la celebración de dichos fideicomisos:
 - i. Comunicar toda modificación del acto constitutivo del fideicomiso.
 - ii. Remitir toda la documentación remitida a Registros Públicos, en caso se solicite la inscripción del acto constitutivo respectivo en dichos registros o se inscriba la modificación del referido acto en tales registros.
- d) Se establece que las sociedades titulizadoras que tengan a su cargo patrimonios fideicometidos que respalden valores de oferta privada, no deben inducir a pensar que los mismos se encuentran supervisados por la SMV, y deben informar a los potenciales inversionistas, que la SMV no inscribe dichos patrimonios en el RPMV ni ejerce supervisión sobre aquellos.
- e) Se modifica el régimen del capital y patrimonio mínimos con que deben contar las sociedades titulizadoras, el cual debe ser incrementado a razón de 0.5% del valor total de los activos de todos los patrimonios fideicometidos sujetos a su dominio.

La Modificación establece que *la obligación* de incremento se puede cumplir, total o parcialmente, a través de:

- i. El aumento del capital social mínimo en 0.05% del valor total de los activos de todos los patrimonios fideicometidos sujetos a su dominio.
- ii. La constitución de garantías equivalentes a 0.5% del valor total de dichos activos.

La Modificación versa además sobre otros aspectos, no relevantes para efectos del presente.

3. La Modificación, en síntesis.

De acuerdo con lo señalado, la Modificación tiene los siguientes efectos:

- a) Bajo la figura de los fideicomisos de titulación pueden estructurarse operaciones que utilicen la figura del fideicomiso de titulación como un instrumento para la obtención de financiamiento, como sería el caso de aquél originador que pretende financiarse a partir de la titulación de una parte de sus activos; así como operaciones que utilicen el patrimonio fideicometido como un vehículo de inversión, como en el caso de los FIBRA, en el que primero se captan los recursos, con la finalidad que sea invertidos en activos que generen un flujo de efectivo. En este aspecto, la Modificación se encuentra en línea con lo señalado en el Precedente de Observancia Obligatoria.
- b) Para la estructuración de operaciones en las formas señaladas en el numeral anterior, en las que, además del caso de los FIBRA, el patrimonio fideicometido es utilizado como vehículo de inversión, no hará falta la obtención de una autorización por parte de la SMV, como establecía el Precedente de Observancia Obligatoria. Por ello, en este aspecto, la Modificación deja sin efecto dicho precedente. Este cambio es sin duda positivo, y está en línea con lo dispuesto en el ordenamiento legal del fideicomiso de titulación, que no otorgaba a la SMV tal facultad.
- c) Se deja de lado la utilización de un criterio eminentemente subjetivo, consistente en la “finalidad de financiamiento”, que debería subyacer a los fideicomisos de titulación para encontrarse acorde a lo dispuesto en el marco legal vigente, según se desprendía del Precedente de Observancia Obligatoria, y se acude ahora a la utilización de criterios más objetivos a modo de “características esenciales” del fideicomiso,

consistentes en la constitución de un patrimonio autónomo y la emisión de valores mobiliarios con cargo a aquél, cuyo pago será respaldado por dicho patrimonio. Este cambio es también positivo, al eliminar la incertidumbre legal que generaba el Precedente de Observancia Obligatoria.

- d) Se establece que la protección que brinda la legislación de titulización de activos, de modo que no se pueda atacar la legalidad de la constitución del patrimonio fideicometido, y de la obligación de transferencia de activos al mismo, cuando puedan perjudicar a los titulares de los valores emitidos con cargo a aquel, o el hecho que los acreedores del fideicomitente, fiduciario, fideicomisario y destinatario de los activos subyacentes, no puedan atacar los activos en fideicomiso, se encontrará disponible en la medida que el fideicomiso cuente con las “características esenciales” antes señaladas, y que la SMV puede constatar dicho cumplimiento. La Modificación, en este aspecto no debería generar mayor inconveniente, pero el hecho que la SMV pueda emitir una opinión al respecto, introduce un elemento de incertidumbre que resulta inconveniente.

Además, no se explica por qué se ha dispuesto que la SMV pueda realizar tal constatación en el caso de fideicomisos que emiten valores de oferta privada, dado que no se verifica un interés público en dicho tipo de operaciones. Creemos que tal facultad debió haberse limitado a tener efectos meramente administrativos, es decir, a determinar si la sociedad tituladora excedió sus facultades, sin intentar regular o afectar la relación jurídica nacida del fideicomiso de titulización.

- e) Se restringe severamente la posibilidad que el fideicomiso de titulización pueda servir como fideicomiso de garantía del pago de valores emitidos por terceros, es decir, por personas distintas a la sociedad tituladora, como se ha previsto en el artículo 314 de la LMV al:

- i. Exigir, como lo establecía el Precedente de Observancia Obligatoria, que, en tales casos, la sociedad tituladora también debe emitir valores con cargo al mismo fideicomiso, lo que resulta por demás atípico.

- ii. Al establecer que el respaldo de los valores de terceros debe ser “secundario” a la emisión hipotética realizada por la sociedad tituladora, lo que se traduce en que el monto de los valores de terceros deba ser siempre inferior al monto de los valores emitidos por la tituladora y por vencimientos menores, lo que, además de resultar poco practicable, introduce el riesgo de liquidación anticipada del fideicomiso si no se logra mantener tales condiciones en el tiempo.

- iii. Al quitarle a los titulares de valores el estatus de fideicomisarios, por lo que pasan a ser meros acreedores respecto al patrimonio fideicometido, sin que el fiduciario deba velar por sus intereses y, en cambio, deba hacer prevalecer los de los que adquieran los valores emitidos por la sociedad tituladora.

- f) En líneas generales, se mantiene la seria restricción de que los fideicomisos de titulización puedan también respaldar obligaciones distintas a las incorporadas en los valores emitidos con cargo al patrimonio fideicometido, pues únicamente podrá respaldar obligaciones que sean de titularidad de entidades financieras u organismos multilaterales. No obstante, siendo justos, tal restricción proviene de la LMV. Ahora bien, la Modificación introduce una nueva posibilidad de utilización del patrimonio fideicometido, la cual es respaldar obligaciones del originador con entidades financieras o con organismos multilaterales, lo que resulta positivo, en principio.

No obstante, la Modificación consagra limitaciones similares a las del caso de los fideicomisos de titulización que respaldan valores de terceros, en cuanto a requerir

que el vencimiento de tales obligaciones no exceda al de los mencionados valores y, en el caso del respaldo de las obligaciones del originador antes mencionadas, exigir además que el monto de las obligaciones respaldadas sea en todo momento menor al de los valores emitidos; el incumplimiento de lo cual puede llevar a la liquidación anticipada del patrimonio fideicometido.

Estas limitaciones, si bien se han venido aplicando en la práctica, no se encontraban previstas a nivel normativo, por lo que su aprobación constituye una limitación adicional a este tipo de operaciones.

III. LA MODIFICACIÓN, VISTA DESDE UNA PERSPECTIVA ECONÓMICA

Toca analizar la lógica de la Modificación desde una perspectiva económica, con la finalidad de opinar si los cambios que establece nos parecen positivos desde la misma. Para ello, debemos decir que consideramos que la legislación debería permitir, o no debería impedir, que las operaciones generen el máximo beneficio posible, socialmente considerado, es decir, teniendo en cuenta para ello todos los efectos positivos y negativos que generan para las partes que participan en tales operaciones, así como las externalidades positivas y negativas que dichas operaciones generan para terceros.

Bajo esa óptica, una operación será positiva, socialmente considerada, si los efectos positivos de la misma exceden a los efectos negativos.

Cabe señalar que dicho análisis asume que el costo de las externalidades negativas puede ser trasladado, a un costo no significativo, a aquellos que participan de la operación y se benefician con la misma. Tal asunción puede o no estar lejos de la realidad. No obstante, como veremos, este factor no parece tener un peso significativo en las situaciones materia de análisis debido a que las operaciones en mención no se caracterizan por generar externalidades negativas.

Hagamos el análisis antedicho respecto a cada

uno de los cambios puntuales que comentamos en la sección II anterior:

- a) Posibilidad de utilización del fideicomiso para estructurar operaciones de titulización, así como vehículo de inversión. Esta norma es positiva. Se refiere a que con cargo al patrimonio fideicometido uno o más fideicomitentes, pudiendo ser la propia sociedad titulizadora, tienen la posibilidad de utilizar un conjunto de activos para estructurar emisiones de valores basados en el flujo generado por dichos activos, lo que corresponde a una operación de titulización propiamente dicha; y que el patrimonio fideicometido puede ser utilizado como un vehículo de inversión colectiva, en el que diferentes inversionistas realizan aportes con la finalidad que los mismos sean invertidos, en búsqueda de una rentabilidad, como en el caso de un FIBRA o como ocurre con los fondos de inversión —que no usan la figura legal del fideicomiso, sino que tienen una figura legal *ad hoc*—.

El efecto de la medida es permitir a los agentes del mercado utilizar al fideicomiso de titulización como una alternativa adicional para desarrollar vehículos de inversión. Las otras alternativas con las que cuentan son: (i) el fondo mutuo administrado por una sociedad administradora de fondos supervisada por la SMV, altamente regulado; (ii) los fondos de inversión administrados por sociedades administradoras supervisadas por la SMV, cuyas cuotas se colocan de manera pública o privada; y, (iii) los fondos de inversión administrados por sociedades gestoras de fondos de inversión, no regulados por la SMV, cuyas cuotas se colocan únicamente de manera privada.

A más alternativas para la estructuración de vehículos de inversión, mayor oferta de servicios de administración de vehículos de inversión, lo cual incentiva la competencia en beneficio del consumidor de dichos servicios.

No vemos que existan externalidades ne-

gativas en tal disposición, aunque creemos que las otras administradoras de vehículos de inversión también deberían poder tener la capacidad de administrar fideicomisos con fines de titulación. Además, los mecanismos de protección previstos para los fideicomisos de titulación también deberían implementarse para otros patrimonios autónomos, como los fondos de inversión.

- b) No es necesario que, para que el patrimonio fideicometido pueda ser utilizado como vehículo de inversión, en situaciones distintas al FIBRA, se cuente con la autorización de la SMV. La norma es ciertamente positiva. Como mencionamos, en este aspecto la Modificación deja de lado el Precedente de Observancia Obligatoria, que establecía que dicha autorización sí era requerida, sin que medie base legal o detalle procedimental alguno.

El hecho que se hubiese requerido una autorización, que determine en qué casos el fideicomiso es utilizado como vehículo de inversión, y no con fines de financiamiento, como apuntaba dicho precedente hubiera sido sumamente difícil de administrar, de un costo muy alto, a ser solventado con los recursos del Estado, y en circunstancias que en modo alguno lo ameritaban, pues se trataba de una operación en las que las colocaciones de valores se realizaban de manera privada. En efecto, la SMV tendría que analizar cada operación privada y determinar si se trataba de una operación con fines de financiamiento o de inversión, con la dificultad que implica determinar los límites y alcances de cada uno de dichos conceptos. Además, hubiera resultado inadecuado y riesgoso para el regulador y para el mismo mercado, pues este último hubiera podido interpretar de dicha autorización una suerte de conformidad de la autoridad con la racionalidad económica de la operación que autorizase.

- c) Se deja de lado el requerimiento que una operación dada tenga una “finalidad de

financiamiento” como requisito para que sea considerada como una operación de titulación. En cambio, se hace referencia a la necesidad que el fideicomiso cuente con características específicas, de verificación objetiva que, como señalamos, consisten en la constitución de un patrimonio autónomo, la emisión de valores con cargo a aquél, y cuyo pago se encuentra respaldado por dicho patrimonio.

El cambio es favorable, en la medida que elimina los posibles cuestionamientos a la legalidad de los fideicomisos de titulación que se constituyan, sobre la base de un análisis basado en un factor eminentemente subjetivo como es que tenga una “finalidad de financiamiento”, y se sustituyen por el empleo de “características esenciales” que pueden ser verificadas de manera objetiva, reduciendo así la incertidumbre de que produzcan tales cuestionamientos y de que lleguen a buen puerto. No obstante, la norma no es realmente beneficiosa, como exponemos en el punto siguiente.

- d) Se establece que únicamente los fideicomisos que cuenten con las “características esenciales” señaladas cuentan con la protección que prevé la legislación de titulación de activos. Como señalamos, el cambio de criterio adoptado por la Modificación, al acudir a criterios objetivos para definir cuando estamos ante una operación que cumple con los requerimientos de la norma es positivo, pues se reduce en gran medida el factor de incertidumbre introducido por el Precedente de Observancia Obligatoria y por ende el riesgo para los titulares de los valores que se emitan con cargo al fideicomiso, que la operación sea luego cuestionada por la SMV, al considerar que no tiene una finalidad de “financiamiento”, y pierdan la protección de sus derechos respecto a los activos que conforman el patrimonio que respalda el pago de sus valores, o que el mismo organismo regulador exija la liquidación anticipada del indicado patrimonio, con los perjuicios que ello podría aparejar.

No obstante, creemos que la situación a la que nos lleva la norma no es conveniente, pues sustenta la capacidad del organismo regulador de involucrarse en una relación jurídica privada, y en la que no existe mayor interés público, e incluso forzar su terminación o la desprotección de los derechos de los titulares de los valores emitidos, sin que ello genere un beneficio para las partes o para terceros sino, por el contrario, un perjuicio. No es socialmente beneficiosa.

Además, crea un factor de incertidumbre y por ende de riesgo adicional para los titulares de los valores, que los llevará a exigir una mayor rentabilidad para llevar a cabo la inversión, encareciendo solo por este hecho el costo del financiamiento.

De otro lado, prevemos que el costo para el organismo regulador, de los litigios que se generarían en caso se produzcan tales cuestionamientos, sería muy alto, lo que no se justificaría al referirse a operaciones en las que no existe un interés público, todo lo cual nos lleva a considerar que el resultado de esta disposición es negativo.

Creemos que lo razonable hubiera sido, en todo caso, que las medidas que adopte la SMV en caso verifique que las operaciones que lleven a cabo las sociedades tituladoras no cumplan con los criterios establecidos, sea algún tipo de medida contra la sociedad tituladora —e.g. una sanción—, sin afectar los intereses de las partes involucradas, a las que indudablemente generaría un perjuicio, sin beneficio aparente.

- e) Se restringe severamente la posibilidad de que los fideicomisos de titulización puedan servir como garantía de valores emitidos por terceros, por las medidas antes señaladas.

Decimos que se restringe severamente dicha utilización del fideicomiso de titulización, pues los requisitos que deben cumplirse para que pueda garantizar una emisión de valores de terceros hacen que

ello sea prácticamente inviable. En efecto, la sociedad tituladora también tendría que emitir valores, no se deduce por qué motivo, la estructura está en riesgo de ser liquidada si no se cumplen los parámetros de monto y tiempo establecidos en la norma, y los titulares de los valores garantizados no se les considerará fideicomisarios del fideicomiso, lo que los ubica en un rango inferior de protección.

Este cambio es, a todas luces, negativo a nuestro entender, pues no se explica por qué si el organismo regulador ha flexibilizado la utilización del fideicomiso para que sirva también como un vehículo de inversión colectiva, además de constituirse en un vehículo para el aislamiento legal de activos con fines de titulización, se restrinja de tal modo, al punto de hacer prácticamente inviable, que el fideicomiso de titulización pueda también constituirse en un mecanismo para el otorgamiento de garantías para las emisiones de valores, máxime si el marco legal vigente apuntaba a ello como una posibilidad expresamente permitida.

Debemos recordar que en el momento en que se aprobó la LMV, introduciendo la figura del fideicomiso de titulización, la legislación bancaria —que luego se reformaría para adoptar las disposiciones legales contenidas en la LMV con relación a los fideicomisos— contaba aún con una legislación inconsistente y no apta para la constitución de la figura del fideicomiso, por lo que la misma no era utilizada. Entonces, al no ser viable la constitución de fideicomisos de garantía bajo la legislación bancaria, en tal oportunidad, lo que quiso la legislación del fideicomiso de titulización es permitir a los agentes del mercado constituir fideicomisos de garantía para las emisiones de valores, en beneficio del desarrollo del mercado de capitales. Es por ello que la definición de “respaldo”, contenida en el artículo, se refiere que dicho término debe entenderse como: (i) garantía, o (ii) fuente de recursos para el pago.

Entonces, con la Modificación, se consagra la prohibición —en la práctica— que se pueda utilizar el fideicomiso de titulación como mecanismo de garantía, como originalmente fue concebido. El efecto de ello es reducir la oferta de servicios de administración de garantías vía fideicomiso para las emisiones de valores, lo que resulta inconveniente para aquellas empresas que deseen utilizar dicho mecanismo con fines de financiamiento, encareciendo potencialmente los costos de tales operaciones, lo que finalmente redundaría en una reducción de la rentabilidad ofrecida a los inversionistas.

En tal sentido, consideramos negativo el efecto de esta medida.

- f) Limitaciones en la posibilidad que el fideicomiso de titulación respalde también obligaciones de entidades financieras u organismos multilaterales. Como indicamos, la Modificación regula los casos en que el fideicomiso de titulación puede también respaldar obligaciones no contenidas en valores mobiliarios, estableciendo, con matices, limitaciones similares a las establecidas respecto a los fideicomisos que sirven de garantía al pago de valores emitidos por terceros.

Tales limitaciones determinan que las obligaciones ante entidades financieras u organismos multilaterales no puedan ser posteriores en vencimiento, a las que corresponde a los valores respaldados en el fideicomiso. En el caso que se respalde obligaciones del originador, además, estas no pueden ser mayores en monto a las representadas por los valores mobiliarios respaldados por el fideicomiso.

En caso no se cumpla con tales condiciones, ello podría determinar la terminación anticipada del fideicomiso de titulación.

Nos preguntamos qué lógica económica tiene tal limitación, qué finalidad cumple, al limitar la libre contratación de los parti-

culares, y estableciendo mecanismos que incrementan el riesgo de la estructura en perjuicio de los titulares de los valores emitidos con cargo al fideicomiso y de los demás acreedores de este, al tener que ser liquidada anticipadamente si no se llegan a cumplir tales limitaciones.

¿Por qué el vencimiento de las obligaciones respaldadas en valores debe ser posterior al de las que corresponden a las obligaciones con entidades financieras u organismos multilaterales? O, ¿por qué las obligaciones respaldadas en valores deben ser mayores a las que corresponden a las entidades financieras u organismos multilaterales? La razón que hemos escuchado es porque se desnaturalizaría la figura del fideicomiso de titulación, dado que no estaríamos ante una titulación, pues las obligaciones relativas a los valores no son las que predominan, sino frente a algo distinto.

El comentario que podemos hacer al respecto es el siguiente: ¿Y por eso sería un problema? Sobre todo, ahora que se reconoce que el fideicomiso de titulación puede ser utilizado en operaciones que no tienen la característica de ser una titulación.

Por ende, queda claro que estaríamos mejor si los privados tuvieran la posibilidad de utilizar el fideicomiso de titulación en combinaciones de valores y deuda y otros derechos, según resulte conveniente para el desarrollo de operaciones que crean valor en la economía y que resultan por ende beneficiosas para la sociedad, sin estar sujetos a límites como los señalados.

En tal medida, la Modificación, en este aspecto, nos parece inadecuada, al limitar, sin que existan razones válidas para ello, la libertad de contratación de los particulares. El resultado es negativo, pues se reduce el número de operaciones que podrían realizarse en la economía y que resultarían mutuamente beneficiosas para las partes.

De otro lado, en sí misma, la posibilidad que se contempla respecto a que el patrimonio fideicometido puede también garantizar obligaciones del originador, nos parece adecuada.

No obstante, tal posibilidad, que el fideicomiso respalde obligaciones de terceros también debería quedar abierta, y no encontrarse limitada a entidades financieras u organismos multilaterales, y es que no existen razones para limitar la posibilidad de que el fideicomiso respalde obligaciones incorporadas en valores o no, de cualquier tercero, según establezcan las partes. Ello estaría más en línea con la finalidad original de la legislación del fideicomiso de titulización, que dicho mecanismo sea flexible, para que las partes puedan diseñar la estructura que más se ajuste a las necesidades del negocio y que maximice el beneficio para las partes.

Si lo que buscamos son justificaciones a las limitaciones señaladas, alguien podría decir que podría abusarse de esta figura en perjuicio de los acreedores de los originadores o fideicomitentes, debido a las protecciones que establece la legislación de titulización en beneficio de los titulares de los valores. No obstante, tales protecciones únicamente operan en caso se vaya a generar un perjuicio a los titulares de valores de oferta pública o a los de oferta privada que contaren con buena fe. Entonces, tal protección no alcanzaría a aquellos que no sean titulares de valores, por lo que la objeción no sería válida.

IV. IMPLICANCIAS DE LA MODIFICACIÓN RESPECTO AL RÉGIMEN DE OTROS PATRIMONIOS AUTÓNOMOS

1. Los otros patrimonios autónomos.

Entre los otros patrimonios autónomos que los particulares pueden utilizar para el desarrollo de operaciones se encuentran: (i) los fondos mutuos, regulados por la LMV; (ii) los fondos de inversión, regulados por la Ley de Fondos de Inversión y sus Sociedades Administradoras, aprobada por Decreto Legislativo 862; y, (iii) los fideicomisos regulados por la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley 26702 —LSF—.

Como hemos señalado, los fondos mutuos son vehículos de inversión colectiva, diversificada. Se trata de un producto estándar diseñado

para su colocación entre inversionistas retail, mediante oferta pública. De capital abierto y de alta liquidez. Dada su alta regulación, realmente no hay mucho más que se pueda estructurar sobre la base de un fondo mutuo, que no sea un patrimonio con tales características.

Los fondos de inversión son patrimonios autónomos de mayor flexibilidad que los fondos mutuos, pero que no pueden dejar de ser utilizados como vehículos de inversión, en los que se emiten participaciones para la obtención de recursos que luego serán invertidos en activos de distinto tipo. Es posible que con cargo a los fondos de inversión se emitan obligaciones o se asuma deuda. La emisión de obligaciones puede superar el patrimonio del fondo, pero siempre que se constituyan garantías específicas. Dichos patrimonios no son idóneos para el otorgamiento de garantías de obligaciones de terceros. Este tipo de vehículos no cuenta con la protección prevista para los fideicomisos de titulización en el artículo 298 de la LMV, a la que nos hemos referido con anterioridad.

Los fideicomisos de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros —LSF—, pueden servir, entre otros, como garantía o para la administración de activos, incluyendo flujos de dinero que sirvan finalmente para el pago de obligaciones, respaldadas o no en valores. Su estructura legal es la misma que la del fideicomiso de titulización, dado que proviene de la LMV, aunque no cuenta con la protección prevista en el artículo 298 de la LMV, salvo en lo que respecta a la imposibilidad de anular la transmisión en fideicomiso realizada en fraude de acreedores luego de seis meses de publicado en el diario oficial, por tres días consecutivos, un aviso que dé cuenta de la enajenación, o luego de dos meses de la fecha en que el acreedor haya sido notificado personalmente de la constitución del fideicomiso. Una limitación importante consiste en la imposibilidad que dicho fideicomiso respalde emisiones de valores mobiliarios.

En contraste con los otros patrimonios autónomos a los que nos hemos referido, los fideico-

misos de titulización, como hemos visto, pueden respaldar valores de diferentes tipos en el marco de procesos de titulización o como vehículos de inversión. No obstante, tiene como limitaciones la gran dificultad para garantizar emisiones de valores de terceros u otras obligaciones, y la de respaldar obligaciones de terceros, pudiendo tratarse únicamente de entidades financieras u organismos multilaterales, con las restricciones a las que nos hemos referido en este artículo.

2. Comparación del fideicomiso de titulización con los otros patrimonios autónomos.

Como hemos podido notar, la regulación actual de los patrimonios autónomos no parece guardar gran coherencia, pues el diseño inicial que tuvo la legislación de dichos patrimonios, basado en cuatro tipos de patrimonios: (i) fideicomisos en general, para cualquier operación, salvo emisión de valores; (ii) fideicomisos de titulización, para operaciones de titulización y garantía de valores; (iii) fondos mutuos, como vehículos colectivos de inversión diversificada, y con características de liquidez, por lo que son de capital abierto; y, (iv) fondos de inversión, como vehículos de inversión no necesariamente diversificada, no líquida, por ende de capital cerrado; cada uno administrado por una sociedad de objeto limitado, supervisada o por la Superintendencia de Banca y Seguros —SBS—, o por la SMV; fue modificándose en el tiempo.

Así, los fideicomisos en general fueron participando de manera directa o indirecta en el respaldo de emisiones de valores, ya sea como fuente de pago o garantía.

Los fideicomisos de titulización solo se les permitió colocar valores por oferta privada a Inversionistas Institucionales, solo podían respaldar obligaciones no incorporadas en valores de instituciones financieras y organismos multilaterales, y en forma limitada; y no se les permitió respaldar emisiones de valores de terceros. No obstante, se permitió que los fideicomisos de titulización puedan también ser utilizados como vehículos de inversión.

Los fondos de inversión privados pasaron a ser administrados, además de por sociedades administradoras de fondos de inversión supervisadas por la SMV, por sociedades gestoras no supervisadas; y aunque puede emitirse deuda con cargo al fondo de inversión, su estructura legal está diseñada para que el fondo sirva como un vehículo de inversión, y no para otro tipo de negocios.

A la luz de la situación presente de la legislación de los patrimonios autónomos, y partiendo de la base que el diseño inicial de la regulación de dichos patrimonios tuvo como finalidad establecer las bases para el desarrollo ordenado de los mismos, dado que en dicha época no existían aún en la práctica tales patrimonios, podemos decir que resulta conveniente la revisión integral de la legislación relativa a los mencionados patrimonios, con la finalidad de promover la competencia en el mercado del servicio de administración de activos, flexibilizando a la vez la legislación con la intención de ampliar las posibilidades de desarrollo de negocios a través de tales patrimonios.

Algunas ideas que podríamos plantear con relación a lo anterior, serían las siguientes: (i) permitir a todos los administradores de activos —fiduciarios de fideicomisos generales, sociedades tituladoras, administradoras de fondos e incluso a los gestores de fondos de inversión— que administren tanto fondos mutuos como fondos de inversión y fideicomisos generales o de titulización, dado que en el fondo el servicio que prestan es muy similar; (ii) permitir que los fideicomisos bajo el régimen general también puedan respaldar, en el sentido de servir como fuente de pago o de garantía, emisiones de valores; (iii) permitir que los fideicomisos de titulización puedan garantizar libremente emisiones de valores de terceros; (iv) permitir que los fideicomisos de titulización respalden también obligaciones de terceros, sin que deba aplicarse alguna regla con relación al monto o plazo de la obligaciones; (v) uniformizar los requerimientos regulatorios de las diferentes entidades que brindan este servicio, de modo que se encuentren en igualdad de condiciones; (vi) que los mecanismos de protección con los que cuentan los fideicomisos de

titulización se hagan extensivos a los otros patrimonios autónomos comentados.

V. CONCLUSIONES

Una revisión de la Modificación desde una perspectiva económica arroja a nuestro parecer, en los temas comentados, un resultado negativo, al introducir elementos de incertidumbre respecto a la vida del fideicomiso y por restringir la utilización del fideicomiso de titulización en caso se quieran utilizar para garantizar valores emitidos por terceros, o cuando vayan a respaldar obligaciones de entidades financieras u organismos internacionales. Por el lado positivo, la Modificación consagra a los fideicomisos de titulización, como instrumentos de inversión, y no solo como vehículos para operaciones de titulización. Además, permite al fideicomiso de titulización respaldar también ciertas obligaciones del originador.

Tal Modificación pone en evidencia que la legis-

lación de los distintos patrimonios autónomos ha sufrido una evolución desde su diseño inicial, el mismo que fue concebido con la idea de sentar las bases para un desarrollo ordenado en la utilización de los referidos patrimonios que, al tiempo en que se emitió, aún no existían en la práctica. De otro lado, la evolución que ha sufrido la legislación en mención no se ha dado de manera orgánica, por lo que puede presentar ciertas inconsistencias y generar distorsiones que puedan afectar la posibilidad de que exista una competencia adecuada en el mercado de prestadores de servicios de administración de activos.

Tal situación hace aconsejable efectuar una revisión integral de la legislación bajo comentario, para incentivar la competencia y para asegurar que los agentes del mercado cuenten con flexibilidad para la utilización de tales patrimonios en la forma que necesiten y que mejor se ajuste a sus necesidades particulares, siempre dentro de un marco adecuado de transparencia.