

Titulización de Activos, Emisiones de Valores y Certificados de Participación

Asset Securitization, Securities Issuance, and Participation Certificates



CARLOS ENRIQUE ARATA DELGADO

Abogado por la Pontificia Universidad Católica del Perú.
LLM in Corporate Law por NYU – School of Law.

Recibido con fecha 2 de septiembre de 2024 y aceptado por el Comité Arbitral con fecha 28 de agosto de 2025.



SUMARIO:

- I. Introducción.
- II. Titulización de Activos.
 - 1. ¿Qué es?
 - 2. ¿Qué ventajas tiene?
 - 3. ¿Qué puede titulizarse?
 - 4. ¿Qué títulos pueden emitirse?
- III. Certificados de Participación.
- IV. Conclusiones.

RESUMEN:

La titulización de activos se ha convertido, qué duda cabe, en un importante instrumento de financiamiento en los últimos tiempos para todo tipo y tamaño de empresas, amoldándose a distintas estructuras, necesidades y circunstancias. Sin embargo, es usual que se trate de emisiones de bonos o instrumentos de deuda, siendo el uso de certificados de participación más bien residual. En este trabajo se tratará de explicar cómo funcionan los certificados de participación emitidos en el marco de procesos de titulización y qué ventajas podemos encontrar en determinadas circunstancias.

Palabras clave: Titulizaciones, financiamientos, fideicomisos, certificados de participación, inversión.

ABSTRACT:

Asset securitization has undoubtedly become an important financing tool in recent times for companies of all types and sizes, adapting to different structures, needs, and circumstances. However, it is common for these to be bond issues or debt instruments, with the use of participation certificates being rather residual. This paper will attempt to explain how participation certificates issued in the context of securitization processes work and what advantages they offer in certain circumstances.

Keywords: Securitizations, financing, trusts, participation certificates, investment.

I. INTRODUCCIÓN

De acuerdo con el Informe de Estabilidad del Sistema Financiero publicado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP —SBS— a mayo de 2024¹, los saldos de créditos en el sistema financiero crecieron únicamente 1.1% a febrero 2024 y, de hecho, los saldos de créditos no minoristas registraron un descenso de -1.9%. Esto es una clara consecuencia de la desaceleración de nuestra economía —que en el 2023 se contrajo 0.6%—.

Sin embargo, creo que este menor dinamismo del sistema se explica también por elementos tales como el incremento de las tasas de interés y elevados niveles de inflación —aunque ambos han ido cediendo paulatinamente—. Estos factores han llevado a las entidades financieras a ser más adversos a riesgos poco usuales y a endurecer condiciones —como plazo y tasa—. Si a esto le sumamos el endurecimiento de los criterios para el otorgamiento de préstamos proveniente de la regulación del sistema financiero, cae de maduro que nuevas alternativas tienen que surgir para que las empresas puedan financiar sus actividades.

Frente a esta situación, los agentes económicos se ven en la necesidad de buscar nuevas fuentes para financiar sus operaciones o, en muchísimos casos, para reperfilar sus deudas y liberar de esa forma líneas de crédito en el sistema financiero. Ciertamente, esta situación es mucho más clara en pequeñas y medianas empresas que por obvias razones no alcanzan a mejores condiciones financieras y que, además, generalmente se ven más afectadas por la crisis económica, volviéndose por lo tanto más riesgosas.

En este contexto, el mercado de deuda privada ha mostrado un franco crecimiento en los últimos años; fondos de deuda privada y compañías de seguro se han presentado como actores importantes, ofreciendo mayores plazos y mayor flexibilidad en otras condiciones —p.e. plazos de gracia holgados, permitiéndole al prestatario cierto alivio en su flujo de caja, pudiendo incluso aceptar tasas más altas que las que ofrece el sistema financiero a cambio de esta holgura—. Como se indica en una nota en Gestión publicada hace unos meses:

“Los fondos de deuda privada, con largo historial en los mercados globales, surgieron como

1. Visto en <https://www.sbs.gob.pe/Portals/0/IESF-2024-1.pdf> el 9 de junio de 2024.

una respuesta de los mercados financieros al endurecimiento de las regulaciones a la banca, con la finalidad de ofrecer a empresas de mediano tamaño acceso a financiamiento con estructuras más flexibles y plazos más largos, que muchas veces no podían conseguir en los grandes bancos. En ese sentido, se presentan como una interesante alternativa [...] para las firmas que tienen reducido acceso al mercado de capitales y cuentan con suficientes activos que puedan usarse como colateral...’’²

¿Qué tiene que ver lo anterior con el título del artículo? Pues que los factores antes indicados y la cada vez mayor participación de nuevos “jugadores” hace necesario el empleo de diversos instrumentos que se acomoden a las necesidades del ambiente cambiante. Y así, aunque no nuevos, los instrumentos titulizados se presentan como una alternativa que hasta hace un tiempo no era tan popular, pero que, gracias a su versatilidad y ventajas viene adquiriendo un espacio muy merecido.

En este trabajo me concentraré en un tipo especial de instrumento titulizado: los certificados de participación. Para ello, en un primer capítulo analizaremos en términos generales qué es, cómo funciona y qué ventajas tiene un proceso de titulación de activos —en particular respecto de otras estructuras— haciendo énfasis en los fideicomisos de titulación, para luego entrar a analizar cómo operan los certificados de participación en estos procesos y describiremos algunas operaciones realizadas con estos instrumentos.

II. LA TITULIZACIÓN DE ACTIVOS

1. ¿Qué es?

Partamos por la definición legal. Así, conforme

al primer párrafo del artículo 291 de la Ley de Mercado de Valores —la “LMV”—³ *“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.”* Por su parte, Lazo define la titulación de activos *“...como el proceso que permite convertir los flujos de fondos originados por activos ilíquidos o de lenta rotación, previamente estructurados o empaquetados, en valores mobiliarios negociables, para su colocación a terceros inversionistas mediante oferta pública o privada con la garantía que ofrecen los activos subyacentes y su flujo de fondos asociados.”*⁴

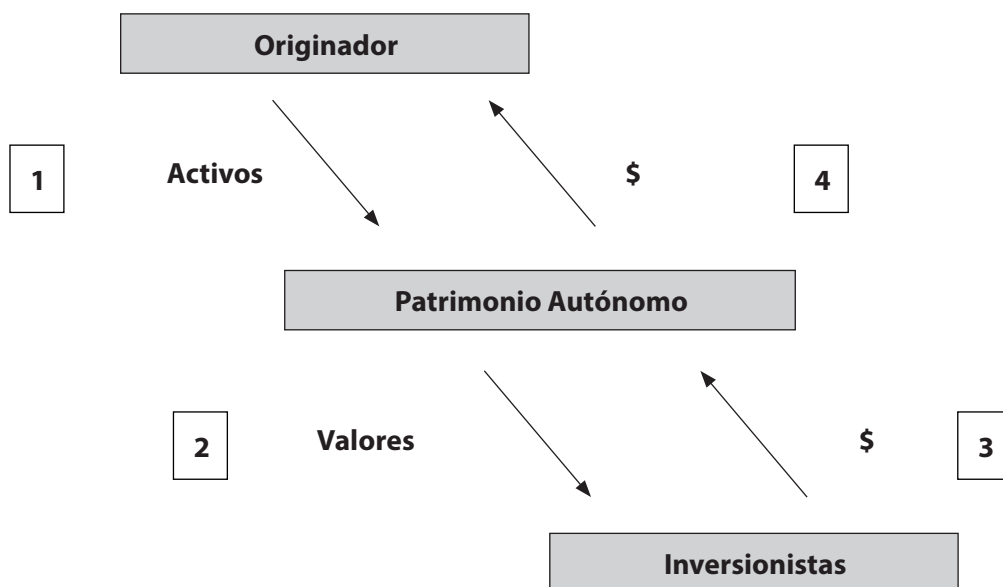
De manera más general, Javier Benavides indica que *“Una titulación no es más que una emisión de valores basada en los flujos dinerarios que brinda —o tiene o tendrá capacidad de brindar— un grupo de activos que se encuentra separado en un vehículo apropiado para tal fin, el cual puede ser un fideicomiso u otra entidad que brinde similares fines, tal como puede ser una sociedad anónima con un fin social restringido.”*⁵ — el agregado nuestro—.

Así, en estos procesos, como se indica en la definición legal, (i) se crea un patrimonio autónomo; (ii) un originador transferirá determinados activos a dicho patrimonio autónomo; (iii) dicho patrimonio autónomo emitirá valores mobiliarios que serán respaldados —salvo que se constituyan colaterales— exclusivamente con los activos del patrimonio autónomo; y, (iv) los valores mobiliarios serán colocados entre inversionistas de manera pública o privada.

Básicamente, podríamos graficar el proceso de la siguiente manera:

2. “Fondos de deuda privada cobran fuerza: ¿una oportunidad prometedora para este 2024?” Publicado en Diario Gestión 5 de marzo de 2024.
3. Según Texto Único Ordenado de la Ley del Mercado de Valores – Decreto Legislativo N.º 861, aprobado mediante Decreto Supremo N.º 020-2023-EF.
4. Lazo Navarro, Jorge *“Una Visión general sobre la Titulación de Activos en el Perú”* En Themis – Revista de Derecho, N.º 54. Lima, Agosto 2007. P. 180.
5. Benavides Gonzales, Javier *“Titulación de activos en el Perú”* En Themis – Revista de Derecho N.º 40. Lima, Agosto 2000. p. 125.

Gráfico 1



Describiendo paso a paso este proceso:

- i. En un primer momento el originador — que vendría a ser el fideicomitente en un fideicomiso tal como lo dispone el artículo 8 del Reglamento de Titulizaciones— como se define más adelante —selecciona uno o varios activos, líquidos o no— ya veremos cómo afecta la estructuración de la titulación unos u otros — y los aporta a un patrimonio autónomo, que puede tener la forma de un patrimonio fideicometido o de un vehículo de propósito especial.⁶

A fin de que la titulación sea una titulación “pura” y se obtengan las ventajas que vamos a describir más adelante, esta transferencia deberá ser una venta real — *true sale*—, lo que implica que se realice sin recurso al originador —es decir, que un incumplimiento en el pago de los valores emitidos— o incluso de los derechos de cobro cedidos —no genere una acción

contra el originador— y vuelva al patrimonio remoto de la quiebra del originador. Como indica Schwarcz:

“La transferencia busca separar las cuentas por cobrar – o el activo transferido – de los riesgos inherentes del originador. Por esta razón, el originador estructura en la mayoría de los casos la transferencia para que esta constituya una «venta verdadera», una venta que sea eficaz de acuerdo a la ley de quiebras para separar las cuentas por cobrar de los bienes que estarían afectados ante una eventual quiebra del originador.”
—el agregado es nuestro—.

- ii. En un segundo y tercer momento, el patrimonio fideicometido emite valores que coloca entre público inversionistas mediante oferta pública o privada y, como contraprestación por la suscripción de estos valores, los inversionistas pagan el valor de colocación.

6. Por tratarse ampliamente del mecanismo casi exclusivamente empleado para las titulaciones en el Perú, vamos a enfocar este artículo en los fideicomisos de titulación y no tanto en las sociedades o vehículos de propósito especial.

7. Schwarcz, Steven L. “La Alquimia de la Securitización de Activos” En Themis – Revista de Derecho N.º 40. Lima, Agosto 2000. p. 115.

- iii. En un cuarto momento, con los recursos captados en la emisión, el patrimonio fideicometido paga al originador por los activos que transfirió en el primer momento.

De esta manera, se cierra el círculo y el originador obtiene el financiamiento requerido, el patrimonio se hace de los activos, se emiten valores y los inversionistas colocan su dinero para suscribir estos valores que serán repagados —a manera de deuda o de participación, como veremos— exclusivamente —salvo algunos mejoradores— con los activos transferidos al patrimonio fideicometido o los flujos o rentabilidad que estos generen.

Así las cosas, pues, podemos definir a la titulación de activos como el procedimiento por medio del cual, a fin de obtener financiamiento, un agente —originador— transfiere a un vehículo de propósito especial —que podrá ser una sociedad de propósito especial o un patrimonio fideicometido⁸— determinados activos —que, según veremos, pueden ser líquidos o no, existentes o futuros—, el mismo que emitirá valores de manera pública o privada, los cuales serán repagados exclusivamente con los activos transferidos.

Este procedimiento tiene, además, las siguientes características:

- Es una transferencia de activos verdadera, esto es, sin recurso al originador. Esto significa que, en caso los activos resulten insuficientes para el repago de los valores, los inversionistas no debieran tener recurso frente al originador para el pago de los valores, pues —salvo que existan mejoradores o garantías adicionales— estos deben pagarse exclusivamente con los activos transferidos o los flujos o rentas que estos generen.

- El vehículo de propósito especial es de quiebra remota. Esto importa no sólo que los patrimonios del originador y del vehículo estén claramente diferenciados, sino que, además, las actividades del vehículo se encuentren circunscritas a aquellas descritas en los documentos constitutivos, y que podrían ser, por ejemplo, la adquisición de nuevos activos, cobranza de los activos existentes, acciones de recuperación, etc.

2. ¿Qué ventajas tiene?

Ahora bien, habiendo visto qué es una titulación, cabe preguntarse por qué usar este mecanismo en lugar de otros que pudieran resultar más sencillos. Y es que la titulación reviste una serie de ventajas frente a otras estructuras, que si bien pueden desagregarse en varias, podríamos agruparlas en las siguientes principales:

- i. Permite al inversionista aislar riesgos.

Hemos comentado ya que el vehículo de propósito especial es de “quiebra remota”, lo que supone:

- Que el pago de los valores se realice exclusivamente con cargo a los activos que le han sido transferidos —sin perjuicio que se puedan otorgar garantías adicionales— y, por lo tanto, no debe afectarle una insolvencia del originador.

Sobre el particular, es importante resaltar lo que indican los artículos 310 a 312 de la LMV:

“Artículo 310.- Patrimonio Fideicometido.- El acto constitutivo, una vez cumplida la forma establecida, genera un patrimonio autónomo, distinto al patrimonio propio de la sociedad tituladora, del

8. En el artículo 301 de la LMV se define al fideicomiso de titulación de la siguiente manera: “En el fideicomiso de titulación, una persona denominada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de este último y que respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario y las demás obligaciones que asuma conforme a lo previsto en el artículo 291.”

fideicomitente, del fideicomisario y de la persona designada como destinatario de los activos remanentes del fideicomiso. Sobre dicho patrimonio la sociedad titulizadora ejerce el dominio fiduciario a que se refiere el artículo 312.”

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.”

“Artículo 312.- Responsabilidad del Patrimonio Fideicometido.- Los activos que integran el patrimonio fideicometido se encuentran afectos al pago de las obligaciones y responsabilidades que la sociedad titulizadora contraiga en ejercicio del dominio fiduciario a que se refiere el artículo siguiente, por los actos que efectúe para el cumplimiento de la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso y, en general, de acuerdo con lo establecido en el acto constitutivo.

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

Es claro pues, según lo indicado en las disposiciones citadas, que el patrimonio fideicometido⁹ únicamente responderá por las obligaciones que este asume y bajo ningún concepto otras obligaciones del originador o de la sociedad titulizadora y, para todos los efectos, el patrimonio fideicometido será autónomo del del originador y la sociedad

titulizadora. Así las cosas, ante la insolvencia del originador, el titular de los valores no se verá afectado pues el patrimonio especial no responderá por otras obligaciones del originador y, siempre que los activos del patrimonio sean suficientes para el pago de los valores, su derecho de crédito estará respaldado y tendrá una fuente de repago.

- Que el patrimonio especial sólo realice aquellas actividades que se indican en los documentos constitutivos, de manera que los titulares de los valores emitidos por el patrimonio puedan claramente calcular los riesgos que se están asumiendo. De hecho, el texto original del artículo 291 de la LMV disponía que el patrimonio especial tenía por finalidad exclusiva la de respaldar la emisión de valores.

Como vimos, de acuerdo con el artículo 291 de la LMV dispone que es finalidad del patrimonio de propósito exclusivo respaldar la emisión de valores, indicando en un segundo párrafo que *“De manera adicional al cumplimiento de su finalidad, el patrimonio fideicometido puede respaldar otras obligaciones contraídas con entidades financieras u organismos multilaterales...”* Sobre el particular, Viale y Lanata indican que:

“En este caso, la LMV es clara y establece que el patrimonio fideicometido de un proceso de titulización puede servir como garantía de obligaciones con entidades financieras u organismos multilaterales al indicar expresamente «de manera adicional al cumplimiento de su finalidad» (2002). Y esa finalidad está detallada líneas arriba en el mismo artículo: «respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio» (2002). Por lo tanto, de acuerdo con el artículo 291 de la LMV, el fideicomiso de titulización puede cumplir una función de garantía (para cierto tipo de entidades y organismos)

9. Característica esta que se comparte con los fideicomisos bancarios sujetos a la Ley 26702.

siempre que primero cumpla su función financiera mediante la emisión de valores mobiliarios por parte de la sociedad titulizadora a ser pagados con cargo a dicho patrimonio fideicometido (2002).¹⁰

Ahora bien, la norma no prohíbe que el patrimonio pueda realizar otras actividades, como por ejemplo, desarrollar un proyecto inmobiliario, para lo cual tendrá que entrar en una serie de relaciones jurídicas independientes —p.e. con el constructor, el desarrollador, el promotor e incluso, con los adquirentes o arrendatarios de las unidades inmobiliarias que componen el proyecto—.

Sin embargo, lo que sí es claro es que, cualquier actividad que pueda realizar el patrimonio o cualquier obligación que pueda asumir, debe estar clara y previamente autorizada en el acto constitutivo. De esta manera, el titular de los valores que emita el patrimonio tendrá certeza de qué puede y qué no —por no estar en el documento constitutivo— hacer el patrimonio y, por lo tanto, qué riesgo es el que está asumiendo.

Visto lo anterior, una estructura de valores titulizados es un mecanismo muy útil para que los inversionistas accedan a instrumentos con un riesgo delimitado a lo que se ha transferido al patrimonio fideicometido y lo que éste puede hacer. Por lo tanto, el análisis que debe realizarse es sobre la suficiencia de los activos transferidos para repagar el título emitido o de los proyectos que se emprenderá —o activos que se adquirirán— para rendir lo que los inversionistas esperan. Otros proyectos, activo o pasivos del originador son, para estos efectos, irrelevantes.

- ii. Permite obtener un financiamiento fuera de balance.

Ya se ha dicho que la titulización permite obtener financiamiento mediante la transferencia de activos a un patrimonio de propósito especial o exclusivo a cambio de una contraprestación —que proviene de la emisión de los valores—. Por lo tanto, se produce una sustitución de activos, de uno no tan líquido a caja. Sería algo como lo siguiente:

Momento 1 – pre titulización:

Activo		Pasivo	
Caja Bancos	100,000.00	Cuentas por Pagar CP	2,500,000.00
Inmuebles	5,000,000.00	Cuentas por Pagar LP	4,000,000.00
Cuentas por cobrar	3,000,000.00	Cuentas por pagar accion	600,000.00
Inversiones	250,000.00	Total pasivos	7,100,000.00
		Patrimonio	
		Capital social	1,250,000.00
		Total Patrimonio	1,250,000.00
Total activos	8,350,000.00	Total Pasivo+Patrimonio	8,350,000.00

10. Viale Leo, Miguel Antonio y Mateo Lanata Dávila “Los Procesos de Titulización de Activos: Comentarios al Precedente de Observancia Obligatoria Emitido por la Superintendencia del Mercado de Valores” En: Themis – Revista de Derecho N.º 81. Lima, julio 2022. p. 100.

Momento 2 post titulización en el que el originador transfiere parte de sus cuentas por cobrar:

Activo		Pasivo	
Caja Bancos	1,600,000.00	Cuentas por Pagar CP	2,500,000.00
Inmuebles	5,000,000.00	Cuentas por Pagar LP	4,000,000.00
Cuentas por cobrar	1,500,000.00	Cuentas por pagar accion	600,000.00
Inversiones	250,000.00	Total pasivos	7,100,000.00
		Patrimonio	
		Capital social	1,250,000.00
		Total Patrimonio	1,250,000.00
Total activos	8,350,000.00	Total Pasivo+Patrimonio	8,350,000.00

Puede observarse que la cuenta Caja-Bancos del originador se ha incrementado como consecuencia de la operación de S/ 100,000 a S/ 1,600,000; y en contrapartida las cuentas por cobrar se han reducido de S/ 3,000,000 antes de la operación a S/ 1,500,000. Así, el originador ha obtenido recursos líquidos —financiamiento— sin que ello haya significado un incremento de sus pasivos —puede observarse en los cuadros que los pasivos del originador se han mantenido sin alteraciones—.

Obviamente el ejemplo es muy simplista —pues hay muchas otras consideraciones contables y financieras que entran a tallar al momento de hacer la transferencia y determinar cómo se afectan las cuentas del balance—, pero igual, gracias a esta operación el originador ha convertido S/ 1,500,000 de cuentas por cobrar que podía recibir en un futuro en S/ 1,500,000 de caja hoy, dinero que puede servirle para nue-

vas inversiones.¹¹ Y esto lo logró sin incrementar su deuda.

Asimismo, el hecho de poder financiarse sin incrementar pasivos, permite a los originadores desarrollar nuevos proyectos o realizar inversiones sin estresar sus indicadores financieros, lo cual, particularmente en épocas de crisis, resulta sumamente atractivo.

Incluso, estas estructuras pueden emplearse para reperflar pasivos. Como veremos en el siguiente numeral, la titulización permite a ciertos originadores acceder a un mercado de inversionistas al que de otro modo no tendrían acceso, y con ello, a mejores condiciones. Siguiendo con el ejemplo del balance que describimos anteriormente, imaginemos que, en lugar de guardar el dinero en la caja, el originador lo usase para el prepago de obligaciones de corto plazo. De esta forma, el balance quedaría así:

11. Sobre la naturaleza de operación de financiamiento de las operaciones de titulización de activos, ver Viale y Lanata, op. cit.

Activo		Pasivo	
Caja Bancos	100,000.00	Cuentas por Pagar CP	1,000,000.00
Inmuebles	5,000,000.00	Cuentas por Pagar LP	4,000,000.00
Cuentas por cobrar	1,500,000.00	Cuentas por pagar accion	600,000.00
Inversiones	250,000.00	Total pasivos	5,600,000.00
		Patrimonio	
		Capital social	1,250,000.00
		Total Patrimonio	1,250,000.00
Total activos	6,850,000.00	Total Pasivo+Patrimonio	6,850,000.00

En este escenario el originador, al usar los S/ 1,500,000 a prepagar parcialmente su deuda de corto plazo, no sólo ha mejorado su ratio deuda/patrimonio, sino que, además, al alargar el plazo de sus obligaciones, libera fondos en su flujo de caja.

- iii. Permite acceder a nuevos financiadores y mejores condiciones financieras.

Sobre el primer punto, podríamos preguntarnos, si es que el riesgo del inversionista está aislado a los activos que han

sido transferidos al patrimonio fideicometido, convirtiéndose este en un patrimonio de quiebra remota, ¿el análisis de riesgo del originador sigue siendo relevante? La respuesta es no al nivel de lo que ocurre en otras estructuras de deuda corporativa —pues existen matices que no corresponde analizar a profundidad en este trabajo—¹².

Ahora bien, en el mercado de valores, determinados inversionistas requieren que el emisor cuente con una clasificación míni-

12. Por ejemplo, podemos encontrarnos ante un originador que ha transferido los derechos de cobro – existentes y futuros – de determinado(s) contrato(s) suscritos a la fecha de constitución del patrimonio fideicometido. Como por distintas circunstancias dichos contratos podrían resolverse o reducirse el uso por parte de la contraparte – p.e. en un suministro no exclusivo y sin plazo forzoso –, en estos casos, es usual que el originador asuma la obligación de aportar nuevos contratos; sin embargo, de entrar el originador a una situación de insolvencia o de crisis, no sólo podría no cumplir con su obligación de transferir nuevos contratos, sino que sería incapaz de suscribir nuevos contratos que puedan ser transferidos.

En otras estructuras los derechos de cobro o activos transferidos pueden ser más autosuficientes para cumplir con el repago de las obligaciones asumidas por el patrimonio. Pensemos por ejemplo en una estructura por la que el originador aporta un inmueble que viene empleando para sus actividades; acto seguido suscribe con el patrimonio fideicometido un contrato de alquiler; se emiten bonos con lo cual el originador vuelve líquido el inmueble y asume sólo obligaciones corrientes consistentes en el pago del arrendamiento. Los valores emitidos serán repagados con el flujo proveniente, justamente, del arrendamiento, pero, adicionalmente, tendrá como garantía el inmueble aportado por el originador. Así, en realidad la garantía termina siendo dicho inmueble, por lo que el análisis, si bien considerará la capacidad del originador de atender el pago del arrendamiento, principalmente considerará el valor de realización del inmueble e, incluso, la posibilidad de arrendarlo a un nuevo arrendatario en caso de incumplimiento del originador.

ma de riesgo¹³, por lo que excluyen de su oferta disponible aquellos valores emitidos por emisores que no cumplan con este requisito.

Sin embargo, si nos encontramos ante una emisión de instrumentos titulizados, la evaluación se realizará respecto de la clasificación del instrumento —y del patrimonio— y, por lo tanto, el originador se encontrará ante la posibilidad de acceder a un universo de inversionistas que de otro modo no hubiese podido.

Asimismo, algunos de estos inversionistas son capaces de ofrecer determinadas condiciones financieras que de otro modo no estaban al alcance del originador, en particular en términos de plazos —por ejemplo, las compañías de seguro de vida, a fin de calzar con sus obligaciones, pueden invertir a plazos bastante largos, incluso con periodos de gracia también largos— superiores a los que el sistema bancario podría ofrecerles. Estos mayores plazos suponen un alivio en el flujo de caja de las empresas.

Finalmente, al acotar el riesgo a los activos del patrimonio fideicometido, estructuras sólidas de titulación pueden permitir a los originadores acceder a tasas de interés también menores para su operación de financiamiento. Ciertamente, a un menor riesgo y similares condiciones —plazo, garantías, etc.—, la tasa tenderá a reducirse.

3. ¿Qué activos puedo titular?

De conformidad con lo dispuesto en el artículo 295 de la LMV, *“Con el objeto de integrar patrimonios de propósito exclusivo, pueden ser transferidos*

todos aquellos activos y la esperanza incierta a que hace referencia el artículo 1409 del Código Civil, sobre los que su titular pueda disponer libremente.” Es claro pues que, en tanto el originador tenga libre disponibilidad del bien, cualquier activo podría ser titulado. Incluso, como indica Lazo:

“... el bien ajeno puede ser materia de contratación y puede ser materia de una titulación de activos, tal como la propia norma parece preverlo y, más aún, cuando dentro del concepto de esperanza incierta se encuentra el de bien ajeno, razón por la cual, se debería precisar en la norma el concepto de libre disponibilidad o simplemente eliminarlo.”¹⁴

De otro lado, conforme a lo dispuesto en el artículo 5 del Reglamento de Procesos de Titulación de Activos, aprobado mediante Resolución CONASEV 001-1997-EF-94.10 —en adelante, el “Reglamento de Titulaciones”—, cuando los instrumentos titulizados sean colocados mediante oferta pública, no podrán ser objeto de titulación los bienes embargados o los que se encuentren sujetos a litigio por cualquier causa.

Asimismo, es pertinente citar lo que se dispone en el artículo 9 del Reglamento de Titulaciones:

“Artículo 9.- Procesos a estructurar a partir de fideicomisos de titulación.

En virtud de lo dispuesto en el Artículo 295 de la Ley, y sin perjuicio de lo establecido en el Artículo 5 del presente reglamento, pueden estructurarse a partir de un fideicomiso de titulación, sin que la enumeración sea limitativa, procesos tales como los siguientes:

a) Titulación de carteras de créditos y de otros activos generadores de un flujo de efec-

13. Aquí incluimos especialmente a las administradoras privadas de fondos de pensiones y las compañías de seguro, que son los más importantes inversionistas institucionales. Estas entidades, requieren que los emisores de los valores tengan una clasificación de riesgo mínima, encontrándose impedidos de invertir en valores emitidos por entidades con una clasificación menor. Similarmente, los fondos de inversión y fondos mutuos en sus reglamentos de participación establecen requerimientos mínimos de clasificación – aunque en estos casos la limitación viene por el acuerdo contenido en el referido reglamento más que por la normativa aplicable –.

14. Lazo Navarro, Jorge. op. cit. p. 200.

tivo, creados o no al momento de la celebración del acto constitutivo;

b) Aquellos en que se transfiere uno o más bienes inmuebles para que integren el patrimonio fideicometido, y cuya explotación comercial o liquidación respaldará el pago de los valores a emitir;

c) Los estructurados para el desarrollo de proyectos específicos, en los que el patrimonio fideicometido se encuentra integrado por los diseños, estudios técnicos y demás medios y activos para el desarrollo de un proyecto, con cuyos frutos y productos se respaldará el pago de los valores que se proyecta emitir;

d) Aquellos destinados a financiar obras de infraestructura y servicios públicos, en que los valores a emitir se encuentran respaldados por el flujo de efectivo que éstos generen en el futuro, el mismo que es cuantificado con base en información estadística de años anteriores o con apoyo en proyecciones de años futuros;

e) Aquellos en los que se transfieran otros activos a fin de servir de respaldo a los valores a emitir.

De manera adicional a los procesos de titulación diseñados como estructuras de financiamiento, también se pueden estructurar procesos de titulación como vehículos de Inversión, tales como los Fideicomisos de Titulación para Inversión en Renta de Bienes Raíces - FIBRA."

Podemos concluir pues que pueden estructurarse titulaciones sobre la base de cualquier tipo de activo en tanto sean de libre disponibilidad del originador. Ciertamente, dependiendo del tipo de activo transferido y la finalidad para la que se realiza la operación, se emitirán distintos tipos de valores.

4. ¿Qué puedo emitir?

Lo primero que debemos indicar es que en un proceso de titulación de activos se emiten,

necesariamente, valores mobiliarios. Rápidamente veamos qué es un valor mobiliario.

Según el artículo 3 de la LMV, "*Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor.*" A manera de desarrollo, conforme al artículo 5 del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado mediante Resolución Conasev N.º 0141-1998 —el "Reglamento de OPP"—, el término valor mobiliario tiene el siguiente alcance:

- Valor: derechos transferibles de contenido patrimonial.
- Emisión masiva: es aquella que "*se efectúa en forma simultánea, o sucesiva en un período determinado y como parte de una misma operación financiera o de índole similar, de un número de valores, homogéneos o no entre sí, tal que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste*"; y se agrega que 10 o menos valores emitidos en un año no se considera una emisión masiva. Sobre este punto conviene resaltar que, más allá de la arbitrariedad del número de valores que deben emitirse, lo que importa es que la emisión del valor mobiliario se realice en el marco de una operación de financiamiento o de índole similar. Más adelante desarrollaremos esta idea.

Así las cosas, tenemos que, en el marco de un proceso de titulación, necesariamente se producirá una emisión de valores mobiliarios, entendiendo estos como aquellos derechos de contenido patrimonial libremente transferibles emitidos como parte de una operación de financiamiento en número tal que tenga la potencialidad de ser distribuidos entre el público inversionista —aunque ello no ocurra, como en una oferta privada— en tanto, aquellos emitidos en la misma serie, son fungibles.

Ahora, se tienen que emitir valores, pero ¿qué valores mobiliarios puedo emitir en el marco de un proceso de titulación?

Conforme al artículo 255.5 de la Ley de Títulos Valores, Ley N.º 27287 – la “LTV” –, “Los valores mobiliarios podrán conferir a sus titulares derechos crediticios, dominiales o de participación en el capital, patrimonio o utilidades del emisor o, en su caso, de patrimonios autónomos o fideicometidos.” Por su parte, de acuerdo a lo establecido en el artículo 262.1 de la LTV “Los valores mobiliarios emitidos en procesos de titulización podrá hacerse bajo la denominación de “Certificados de Titulización”, “Acciones de Titulización”, o “Bonos de Titulización” u otras denominaciones permitidas por la autoridad competente. Deben estar respaldados por el patrimonio autónomo sujeto a dominio fiduciario de una sociedad titulizadora autorizada conforme a la ley de la materia” Finalmente, conforme al artículo 314 de la LMV:

“Artículo 314.- Emisión de Valores Mobiliarios.- Atendiendo a lo dispuesto en el acto constitutivo del fideicomiso, la sociedad titulizadora emite valores libremente transferibles representativos de derechos respaldados en el patrimonio fideicometido. Tales valores confieren a su titular la calidad de fideicomisario.

Los derechos a que se refiere el párrafo anterior pueden ser de las siguientes clases:

- a) De contenido crediticio, en los que el principal y los intereses serán pagados con los recursos provenientes del patrimonio fideicometido;*
- b) De participación, en los que se confiere a su titular una parte alícuota de los recursos provenientes del patrimonio fideicometido; y,*
- c) Otros, según disponga la SMV mediante disposiciones de carácter general.*

Pueden emitirse valores en los que se combinen los derechos a que se refieren los incisos anteriores.”

Básicamente pues, según nuestras disposiciones legales, puede emitirse cualquier tipo de valor mobiliario en el marco de un proceso de titulización de activos, dejándose expresa constancia que tales valores mobiliarios deben estar

respaldados por el patrimonio fideicometido de titulización. Así, compartimos plenamente la opinión de Benavides cuando indica que

“Al hablar de un valor mobiliario que representa derechos sobre un activo o grupo de activos, en el cual se encuentren incluido, de manera limitada o no, los riesgos o beneficios sobre él o sobre ellos, estaremos refiriéndonos a valores creados a partir de una operación de titulización de activos. Incluso, el valor mobiliario podría ser estructurado para dar derechos limitados sobre los frutos de los activos, como podrían ser títulos de índole crediticio que se paguen con la generación de activos de una operación empresarial o con el usufructo de un grupo de activos, en cuyo caso, los activos sustentarán el pago del principal e intereses, tras lo cual el derecho sobre los activos concluye. También pueden estructurarse emisiones de valores que den derechos irrestrictos sobre los frutos de los activos mientras estos existan o por un periodo limitado. En realidad, la capacidad de crear títulos que brinden derechos acordes con aquéllos que los inversionistas consideren atractivos resulta limitado sólo por la imaginación.”¹⁵

Y es que si, como hemos indicado, al patrimonio autónomo puede transferirse cualquier tipo de activos en tanto el originador tenga —o va a tener— libre disponibilidad sobre ellos, entonces también pueden estructurarse distintas operaciones de financiamiento en las que, dado el activo transferido y las necesidades de las partes, los valores puedan representar derechos sobre el patrimonio o derechos crediticios y, dentro de ambos tipos, todas las variantes que podamos encontrar —o imaginar—.

Por ejemplo, como dice Lazo:

“A diferencia de las operaciones de titulización sobre carteras de crédito, existen otras implementadas sobre la base de proyectos o

15. Benavides, Javier. op. cit. p. 126.

inversiones en los que no es fácil determinar un ingreso periódico fijo tal como una tasa de interés. Por el contrario, en esta clase de títulos, lo que se busca es que el inversionista adquiera una alícuota que le permita obtener un porcentaje equivalente sobre las ganancias del negocio.”¹⁶

V. Certificados de Participación

Lo primero que debemos hacer al analizar a los certificados de participación emitidos en el marco de un proceso de titulización, es diferenciarlos de otros certificados emitidos también por representantes de derechos sobre patrimonios fideicometidos.

Como conoce el lector, los fideicomisos de titulización son un tipo especial de patrimonios fideicometidos que, por sus características singulares —en particular, la de emisión de valores mobiliarios respaldados por el propio patrimonio fideicometido—, tiene una regulación independiente.

En efecto, si bien la generalidad de fideicomisos se encuentra regulada en la Ley General del Sistema Financiero y de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros, Ley 26702 —la “Ley de Bancos”—, la propia Ley de Bancos, en su artículo 260 excluye a los fideicomisos de titulización de su regulación cuando señala que *“La emisión de valores mobiliarios con respaldo en un patrimonio fideicometido se sujeta a lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores.”*

Ahora, como se indicó, una característica de los fideicomisos de titulización es la emisión de valores mobiliarios. ¿Eso quiere decir que no pueden emitirse valores en el marco de los fideicomisos regulados bajo la Ley de Bancos? La respuesta es no, no pueden. Sin embargo, al amparo del Reglamento del Fideicomiso del Fideicomiso y de las Empresas de Servicios Fiduciarios, aprobado mediante Resolución SBS N.º 1010-99 —el “Reglamento del Fideicomiso”—,

sí se permite la emisión de certificados de participación. Sobre el particular, el artículo 7 del Reglamento del Fideicomiso dispone textualmente lo siguiente:

“Artículo 7.- Certificados de participación

Los derechos que corresponden al fideicomisario podrán estar representados en certificados de participación. Los certificados de participación tienen las siguientes características:

- a) Son emitidos por el fiduciario a la orden de fideicomisarios determinados.*
- b) Los fideicomisarios determinados pueden transferir sus certificados a personas que no se encuentren impedidas por la ley o por el acto constitutivo.*
- c) En caso de la transferencia por medios diferentes al endoso, el cesionario adquiere todos los derechos, pero los sujeta a las excepciones personales que el cedido habría podido oponer al cedente antes de la transferencia.*
- d) Las disposiciones de la Ley de Títulos Valores relativos al endoso y las correspondientes al robo, extravío o deterioro de títulos valores serán aplicables a los certificados de participación, en lo que fueran pertinentes.”*

Entonces pues, nuestra normativa no limita la emisión de certificados de participación a los fideicomisos de titulización. Pero ello nos deja en una encrucijada. Nos explicamos:

- Hemos visto que la regulación de la Ley de Bancos excluye expresamente la emisión de valores mobiliarios.
- Con ello, también, la emisión de valores mobiliarios debe estar excluida de la aplicación del Reglamento del Fideicomiso al ser este una norma reglamentaria de la Ley de Bancos.
- Por lo tanto, los certificados de participación a los que se refiere el Reglamento del

16. Lazo, Jorge. op. cit. p. 187.

Fideicomiso no pueden ser valores mobiliarios.

- Sin embargo, el propio Reglamento del Fideicomiso remite a la LTV para determinadas disposiciones, como el endoso.
- Los certificados de participación expresamente regulados en la LTV son aquellos —a excepción de los emitidos por fondos mutuos o fondos de inversión— emitidos en procesos de titulización de activos, a los que, como vimos realmente llama certificados de titulización.
- Todos estos certificados regulados en la LTV se encuentran dentro de la Sección Novena de este cuerpo normativo, que regula a los Valores Mobiliarios. Por lo tanto, todos los títulos valores regulados en esta sección —incluyendo los certificados de titulización— serán valores mobiliarios.
- El propio artículo 256 de la LTV dispone que *“En la creación, emisión, colocación, como en sus condiciones, preferencias, contenido, transferencia y demás formalidades y requisitos de los valores mobiliarios, se observará la ley de la materia y supletoriamente la presente Ley.”* En el caso de los certificados de titulización se aplicará, pues, la LMV y el Reglamento de Titulizaciones.

Entonces, ¿cuál es la naturaleza de los certificados a los que se refiere el Reglamento del Fideicomiso?

¿Es un título valor? Según la LTV, la creación de títulos valores se hace por ley. Por lo tanto, sólo los títulos valores considerados en la LTV o en otra norma con rango de ley, serán títulos valores. Sobre los certificados de titulización y otros

valores mobiliarios no hay duda: son títulos valores. Pero nuevamente, ¿y los del Reglamento del Fideicomiso? Según el artículo 276.1 de la LTV, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP —“SBS”— y la Superintendencia del Mercado de Valores —“SMV”— *“...quedan facultadas a autorizar la creación, emisión, negociación y adquisición de valores mobiliarios e individuales por parte de las personas y empresas sujetas a su control, sea en título o en anotación en cuenta, que inclusive podrán representar derechos patrimoniales distintos a los de participación o deuda, estableciendo sus condiciones, formalidades y demás requisitos. Dichos valores, en forma especial, se regirán por las Resoluciones que las autoricen y por la presente Ley, en todo aquello que les resulte aplicables.”*

Teniendo en cuenta lo que hemos indicado párrafos atrás y la autorización del 276.1 de la LTV antes transcrito, los certificados de participación que se emitan al amparo del artículo 7 del Reglamento del Fideicomiso debieran ser considerados títulos valores aun cuando en estricto el emisor no sería una empresa bajo la supervisión de la SBS —en este caso la empresa de servicios fiduciarios— sino, en realidad, el patrimonio fideicometido. Eso sí, no podrán ser, en ningún supuesto, valores mobiliarios.¹⁷ De hecho, conforme al artículo 314 de la LMV, *“Únicamente en los fideicomisos de titulización pueden emitirse valores respaldados con patrimonios fideicometidos.”*

Hablemos pues de aquellos certificados de participación que sí son valores mobiliarios, los emitidos en el marco de procesos de titulización.

Hemos visto ya que, en el marco de un proceso de titulización de activos, pueden emitirse distinto tipo de valores mobiliarios —lo que los

17. Lazo (op. cit.) analiza también los certificados emitidos al amparo del Reglamento del Fideicomiso. Sin embargo, concluye – en mi opinión inexplicablemente – que estos certificados debieran ser emitidos exclusivamente a favor del fideicomitente. Creo que, en tanto normativamente se autoriza la emisión de estos títulos, y el propio Reglamento del Fideicomiso indica que pueden emitirse certificados a favor de fideicomisarios, no debería limitarse la emisión a favor del fideicomitente, particularmente si también los fideicomisos bancarios pueden generar rendimientos o derechos expectatícios susceptibles de ser representados en certificados.

hace únicos respecto de los fideicomisos bancarios y, por ello, se encuentran regulados en una normativa diferente—, particularmente, de deuda o de participación. Los primeros podrán ser bonos o instrumentos de corto plazo de acuerdo de su plazo de duración, mientras que los segundos tomarán la denominación de certificados de participación o certificados de titulización.

Estos, podemos definirlos como aquellos valores mobiliarios emitidos en el marco de un proceso de titulización de activos que representan a favor de su titular el derecho a percibir la rentabilidad, rendimiento o flujos excedentes resultantes de las actividades del patrimonio fideicometido, así como su remanente. Aunque podrán ser emitidos de manera conjunta con instrumentos de deuda, se diferenciarán de estos de la misma forma que las acciones: los instrumentos de deuda suponen una obligación de pago, un crédito del emisor frente a su titular, mientras que los certificados de participación —como las acciones— representarán dicho derecho de pago solo cuando el emisor —en este caso el patrimonio fideicometido— genere dividendos, rentas o flujos en exceso; y en principio, los bonos serán pagados en primer lugar con preferencia a los derechos de los participacionistas.

Asimismo, como fuere que los fideicomisos en general, y los de titulización en particular, son estructuras contractuales que se ajustan a lo que las partes quieren y sus necesidades, los certificados de participación pueden servir para diferentes propósitos y no sólo ser emitidos en favor del fideicomisario, sino también del fideicomitente.

Veamos algunos ejemplos en los que los certificados de participación pueden ser empleados.

Inmobiliario

Como se vio anteriormente, existen escenarios en los cuales el financiamiento requerido no es capaz de generar flujos de manera inmedia-

ta sino dentro de un plazo no necesariamente corto e, incluso, cuando empiece a generarlos, no hay seguridad de que estos sean estables como para permitir asegurar el pago de cuotas fijas a un financiamiento de deuda.

En estos casos, cuando menos al inicio, el agente que requiere el financiamiento buscará, más que a un prestamista, a un inversionista dispuesto a correr el riesgo del proyecto.

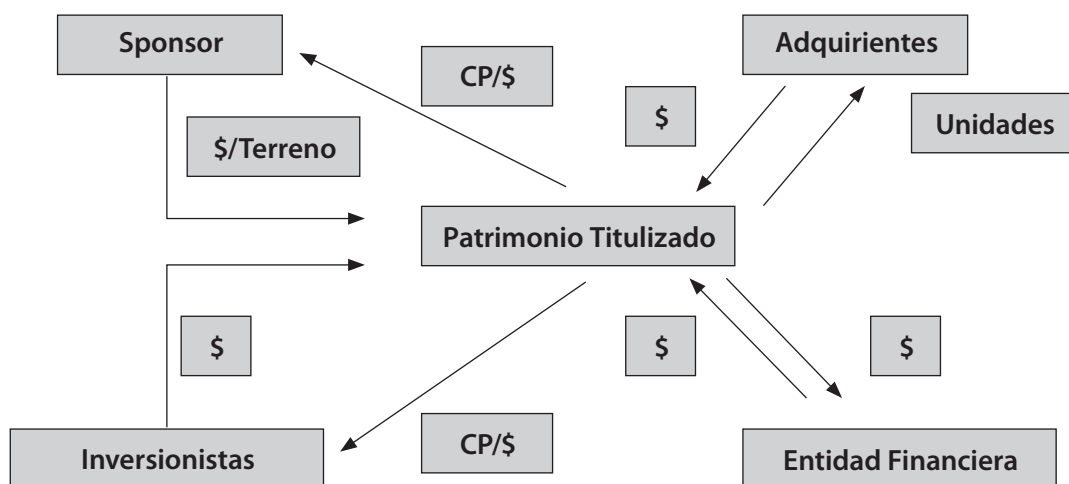
Cuando el proyecto inicia, es necesario contar con fondos para adquirir el terreno, para realizar diseños, obtener permisos, promover comercialmente el proyecto, etc. Esos fondos difícilmente son prestados por una entidad financiera, que usualmente participará una vez que, cuando menos, se tengan los permisos de construcción listos y una parte de las unidades inmobiliarias colocadas.

Para ello, es posible constituir un patrimonio fideicometido de titulización que desarrolle el proyecto al que el promotor o sponsor del mismo y los inversionistas aporten capital. Con dicho capital se asumirán los gastos iniciales, incluyendo la adquisición del inmueble —o, de hecho, el terreno podría ser aportado por alguna de estas partes al patrimonio titulado—. A cambio de sus aportes, estas partes recibirían certificados de participación.

Una vez que el proyecto sea bancable, el propio patrimonio fideicometido podría asumir deuda que estaría respaldada con los activos del propio patrimonio. Ello en aplicación del segundo párrafo del artículo 291 de la LMV por el cual *“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 la SMV mediante norma de carácter general.”*¹⁸

El esquema podría graficarse de la siguiente manera:

18. Conforme al artículo 8 del Reglamento de Titulización, el patrimonio puede respaldar también obligaciones asumidas con entidades financieras.



Donde:

- i. En un primer momento sponsor e inversionistas realizan un aporte al patrimonio fideicometido a cambio de lo cual recibirán certificados de participación.
- ii. El patrimonio, como titular del proyecto, obtendrá los permisos y contratará con terceros para la construcción —recordemos lo dispuesto en el literal c) del artículo 9 del Reglamento de Titulizaciones—.
- iii. A fin de continuar con el desarrollo del proyecto, el patrimonio fideicometido obtendrá facilidades crediticias de entidades financieras.
- iv. Las unidades inmobiliarias serán vendidas a terceros quienes pagarán el precio correspondiente.
- v. Los recursos provenientes de la venta de las unidades serán aplicados en primer lugar al pago de la deuda frente a entidades financieras. De hecho, conforme al artículo 335 de la LMV, es posible subordinar el pago de obligaciones correspondientes a los titulares de los valores emitidos por el patrimonio fideicometido a otras obligaciones asumidas por este.
- vi. Una vez pagada la deuda, el remanente será pagado a los titulares de los certificados de participación.

Esta estructura tendrá todas las ventajas que

tiene un fideicomiso en la medida que podrán aislarse los riesgos de otros proyectos del sponsor y el financista además podrá tener un mayor control de los recursos del proyecto, asegurándose que el financiamiento sea empleado exclusivamente para la conclusión del mismo. Sobre lo primero, como vimos, el patrimonio fideicometido es diferente al patrimonio del originador y de otros partícipes, por lo que no se contagiará de sus otras actividades. Sobre lo segundo, las actividades del patrimonio fideicometido están limitadas a lo que el acto constitutivo disponga y, por lo tanto, los fondos prestados por la entidad financiera sólo podrán emplearse en los términos y condiciones que se establezcan en el acto constitutivo.

Inversión

Otro esquema en el que se han empleado activamente certificados de participación es para crear patrimonios titulizados similares a fondos de inversión. En estos casos, un grupo de inversionistas aporta dinero a cambio de recibir certificados de participación; estos aportes son empleados para la realización de inversiones.

En el acto constitutivo del fideicomiso se dispondrá el tipo de inversiones que podrá realizar el patrimonio fideicometido —con límites máximos y mínimos y otro tipo de requisitos—, el valor nominal de los certificados de participación, valorización del patrimonio fideicometido, requisitos para la distribución de beneficios entre los partícipes, capacidad de endeudamiento para realizar inversiones, procedimiento de toma de decisiones de inversión, etc.



De hecho, conforme el artículo 301 de la LMV la sociedad tituladora podría crear unilateralmente el patrimonio fideicometido.

Cartera de créditos

Una tercera estructura en la que los certificados de participación son empleados es en la titulación de carteras de créditos. Por estas, (1) una entidad financiera transfiere a un patrimonio titulado una determinada cartera de créditos, (2) con cargo a dicha cartera, el patrimonio fideicometido emite títulos de deuda —bonos—, (3) el producto de la emisión es entregado al originador, de manera que adelanta los flujos provenientes de dicha cartera, obteniendo liquidez para el otorgamiento de nuevos créditos.

Como fuera que la cartera se transfiere a un descuento en función a la tasa de interés aplicable y la clasificación crediticia, lo cierto es que los créditos que fueron descontados de determinada forma por incobrables o de difícil cobranza, pueden terminar siendo cobrados o, eventualmente, recuperados. En estos casos, los fondos percibidos por esta cobranza inesperada, castigada o descontada al 100%, deben ser percibidos por la entidad financiera en tanto el bonista ya lo descontó —le asignó un valor 0 al momento de valorizarlo para efectos de la emisión—. Asimismo, de tratarse de líneas de crédito, una vez pagados los valores emitidos, quedarán cuentas por cobrar que deben revertirse al originador. A fin de poder tener el derecho a percibir estos ingresos, el originador recibe certificados de participación.

III. CONCLUSIONES

En función a lo señalado en este trabajo, podemos concluir lo siguiente:

- i. Las titulaciones, gracias a su adaptabilidad, vienen siendo empleadas con cada vez mayor frecuencia por agentes económico de distinto tamaño a fin de financiar sus actividades o reperfilar sus créditos.
- ii. Mediante las titulaciones:
 - Se crean patrimonios autónomos y de propósito exclusivo que se diferencia del patrimonio del originador, del del administrador del del patrimonio y del de sus beneficiarios.
 - Ello permite aislar los riesgos de los riesgos inherentes a estos otros partícipes, lo que a su vez permite acceder a nuevas y mayores fuentes de financiamiento.
- iii. Sólo a través de procesos de titulación patrimonios fideicometidos pueden emitir valores mobiliarios. Por lo tanto, los certificados de participación emitidos por fideicomisos bancarios, no son ni pueden ser valores mobiliarios.
- iv. Los valores mobiliarios que pueden emitirse son de deuda o de participación, o un mix de ambos.
- v. Los certificados de participación permitirán a su titular, como su nombre lo dice, participar en los resultados del patrimonio de propósito exclusivo.
- vi. Usualmente estos certificados serán empleados en momento en los que la actividad a financiar no es capaz de generar un flujo fijo o constante que permita repagar una deuda, cuando la intención de las partes sea obtener una rentabilidad o cuando el patrimonio fideicometido fuera a generar un remanente o exceso respecto de la deuda que debe repagar.