

El Fideicomiso de Titulización a la luz del Primer Precedente de Observancia Obligatoria emitido por la SMV

Kerlyn Toscano Villena

Abogada por la PUCP. Máster en Banca y Finanzas

I. Introducción

En el contexto actual, muchas empresas necesitan liquidez y una de las alternativas de financiamiento que en nuestro país no es muy conocida pero que ofrece interesantes ventajas es el Fideicomiso de Titulización.

El 07 de mayo de 2020, mediante Resolución de Superintendente No. 040-2020-SMV/02, la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) aprobó su primer precedente de observancia obligatoria (en adelante, el Precedente), mediante el cual se interpretaron las normas relacionadas al Fideicomiso de Titulización.

En ese sentido, el presente artículo tiene por finalidad analizar el Precedente, a efectos de que el lector pueda conocer los criterios establecidos por el regulador y tenerlos en cuenta durante el proceso de emisión de valores mediante Fideicomisos de Titulización.

II. Concepto de Titulización

Antes de analizar el Precedente, es importante recordar que el Fideicomiso de Titulización es una de las dos formas de Titulización de Activos actualmente permitidas en nuestra regulación, por ello es importante entender previamente en qué consiste esta estructura.

Para comprender la Titulización de Activos, imaginemos que una compañía tiene créditos, inmuebles y otros activos que pueden generarle ingresos a futuro pero esta compañía necesita el dinero ahora. Ante esta necesidad, mediante la titulización será posible transformar ese conjunto de activos ilíquidos en valores mobiliarios, por ejemplo en bonos.

Conforme a lo establecido en el artículo 294¹ de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo 861 (en adelante, LMV), actualmente la Titulización de Activos se puede realizar a través de dos modalidades: i) mediante la constitución de sociedades anónimas de propósito especial y ii) a

1 Artículo 294.- Patrimonios de Propósito Exclusivo

La titulización puede ser desarrollada a partir de los siguientes patrimonios de propósito exclusivo:

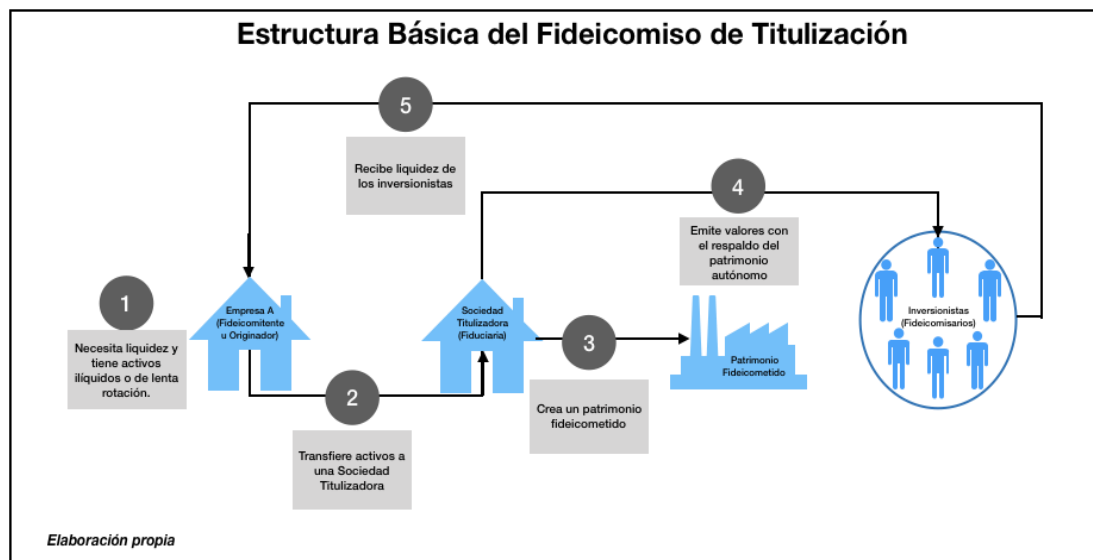
- a) Patrimonios fideicomitidos, mediante fideicomisos de titulización;
- b) Patrimonios de sociedades de propósito especial; y,
- c) Otros que resulten idóneos, según establezca CONASEV mediante disposiciones de carácter general.

través de Fideicomisos de Titulización, estructura que analizaremos en esta oportunidad.

III. Estructura Básica del Fideicomiso de Titulización

El artículo 301² de la LMV, establece que en un Fideicomiso de Titulización una persona jurídica que busca liquidez (“fideicomitente” u “originador”), se obliga a transferir un conjunto de activos a favor de una sociedad titulizadora (“fiduciario”), para que esta constituya un patrimonio autónomo (“patrimonio fideicometido”), el cual respalda los derechos incorporados en valores, cuya suscripción o adquisición concede a su titular la calidad de fideicomisario.

En el siguiente gráfico, se describe la estructura básica del Fideicomiso de Titulización.



Para explicar el gráfico y retornando al ejemplo anterior, imaginemos que una compañía tiene créditos, inmuebles y otros activos que pueden generarle ingresos a futuro pero esta compañía necesita el dinero ahora (punto 1). Ante esta necesidad, se transfieren estos activos a una Sociedad Titulizadora

2 Artículo 301. Fideicomiso de titulización

En el fideicomiso de titulización, una persona denominada fideicomitente se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos en favor del fiduciario para la constitución de un patrimonio autónomo, denominado patrimonio fideicometido, sujeto al dominio fiduciario de 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. Únicamente las sociedades tituladoras a que se refiere el artículo siguiente, salvo los supuestos de excepción que establezca Conasev mediante disposiciones de carácter general, pueden ejercer las funciones propias del fiduciario en los fideicomisos de titulización. (*)

La sociedad tituladora, mediante acto unilateral, puede también constituir patrimonios fideicometidos. En virtud de dicho acto, la sociedad se obliga a efectuar la transferencia fiduciaria de un conjunto de activos para la constitución de un patrimonio fideicometido sujeto a su dominio fiduciario, reuniendo en tal supuesto, las calidades de fideicomitente y fiduciario. Dichos activos y los frutos y rentas que se deriven de ellos, no podrán regresar al patrimonio de la sociedad tituladora hasta que se hubiere cumplido con la finalidad para la que fue constituido el fideicomiso, salvo que se hubiere pactado en modo distinto.

La sociedad tituladora puede tener bajo su dominio a uno o más patrimonios fideicometidos.

(punto 2) para que esta constituya un patrimonio autónomo (punto 3). Con el respaldo de dicho patrimonio, se emitirán valores (punto 4), transformando así los activos ilíquidos en líquidos (punto 5).

De acuerdo con la definición señalada anteriormente, el Fideicomiso de Titulización puede dividirse en tres grandes etapas:

- a) Transferencia de Activos Ilíquidos
- b) Constitución de un Patrimonio Fideicometido
- c) Emisión de Valores

IV. Análisis del Precedente de Observancia Obligatoria en las etapas del Fideicomiso de Titulización

A continuación procederemos a analizar el impacto del Precedente en las diferentes etapas del Fideicomiso de Titulización.

a) Transferencia de Activos Ilíquidos

El artículo 3, numeral 3, del Precedente³, establece algunas características que podrían tener los activos a ser transferidos al patrimonio fideicometido según se indica a continuación:

- El patrimonio puede estar conformado por activos y/o activos crediticios que a su vez pueden generar flujos periódicos o no.
- Los activos pueden comprender no solo a activos del primer orden de prelación que sirven para pagar los valores mobiliarios emitidos con respaldo en un determinado patrimonio fideicometido, sino también a otros activos que, conforme al acto constitutivo, puedan utilizarse para completar dicho pago en determinadas circunstancias.
- El valor de los activos integrantes de los patrimonios fideicometidos podrá ser superior al monto a ser pagado a los titulares de los valores mobiliarios respaldados por un determinado patrimonio fideicometido.
- Los activos titulizables pueden respaldar el pago de los valores mobiliarios emitidos por terceras personas, conforme lo establezca el respectivo acto constitutivo.

³ “3. Respecto de los activos titulizables, conforme a los literales a) y b) del artículo 292° de la LMV, los patrimonios fideicometidos pueden estar integrados por activos y/o activos crediticios que a su vez pueden generar flujos periódicos o no. En ese sentido, cuando la LMV alude a garantía o fuente de recursos, debe entenderse que dichos conceptos comprenden no sólo a los activos del primer orden de prelación que sirven para pagar los valores mobiliarios emitidos con respaldo en un determinado patrimonio deicometido, sino también a otros activos que, conforme al acto constitutivo, puedan utilizarse para completar dicho pago en determinadas circunstancias. Cabe resaltar que el valor de los activos integrantes de los patrimonios deicometidos podrá ser superior al monto a ser pagado a los titulares de los valores mobiliarios respaldados por un determinado patrimonio deicometido.

Asimismo, los citados activos titulizables pueden respaldar el pago de los valores mobiliarios emitidos por terceras personas, conforme se establezca en el acto constitutivo.”

De acuerdo a lo anterior, el Precedente confirma que en efecto existe flexibilidad en la elección de los activos o activos crediticios que pueden integrar el patrimonio fideicometido, privilegiándose la libertad de contratar de las partes. En ese sentido, y de acuerdo con el artículo 5 del Reglamento de los Procesos de Titulización de Activos, aprobado por Resolución CONASEV No. 001-1997 (en adelante, el Reglamento), el único impedimento aplicable a la elección de los activos en Fideicomisos de Titulización por oferta pública, sería que estos se encuentren embargados o sujetos a litigio.

Es importante destacar que actualmente se han desarrollado estructuras en las que se puede iniciar un proceso de titulización sin un traspaso de activos, toda vez que el patrimonio fideicometido estará conformado por flujos futuros. Por ejemplo si la empresa tiene ingresos constantes por determinado servicio o actividad, podría utilizar estos flujos para que sean titulizados y de esa forma obtener financiamiento⁴.

Al respecto, coincidimos con Jorge Lazo⁵ en que de acuerdo con la normativa actual este tipo de estructuras estarían dentro del marco legal, toda vez que el artículo 292 de la LMV establece que es posible titular la esperanza incierta y el artículo 308, inciso b, de la LMV confirma esta posibilidad al establecer que en la escritura pública se debe indicar si se trata de activos ajenos o futuros. No obstante, en nuestra opinión, hubiera sido interesante que el Precedente confirme la viabilidad de este tipo de estructuras.

Sin perjuicio de lo anterior, es importante indicar que al momento de seleccionar los activos a ser titulizados, es determinante el punto de vista financiero, según el cual estos activos deberán cumplir con algunos requisitos, tales como que en su conjunto generen recursos suficientes para atender el pago del principal e intereses o el rendimiento o utilidad en un tiempo esperado⁶.

b) Constitución del Fideicomiso de Titulización

La constitución se realiza a través del acto constitutivo, el cual se puede definir como el contrato celebrado entre el fideicomitente (originador) y el fiduciario (Sociedad Titulizadora), al cual posteriormente se adhieren

⁴ TONG Jesús y Díaz Enrique (2003), "Titulización de Activos en el Perú", Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Lima. Página 20.

⁵ LAZO Navarro, Jorge (2007) "Una visión general sobre la titulización de activos en el Perú. Themis Revista de Derecho, Lima, Número 54, pág. 199.

⁶ LAZO Navarro, Jorge (2007) "Una visión general sobre la titulización de activos en el Perú. Themis Revista de Derecho, Lima, Número 54, pág. 177.

los inversionistas (Fideicomisarios) al suscribir o adquirir los valores emitidos con respaldo al patrimonio fideicometido⁷.

El acto constitutivo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 11º del Reglamento contendrá todas las condiciones de la titulización, tales como: la situación jurídica del fideicomitente, las características de los activos, las condiciones de la emisión, subordinaciones y preferencias a favor de determinadas clases o series de valores, entre otros.

De acuerdo con lo establecido en el artículo 3, numeral 2, del Precedente⁸, se deberá tener en cuenta lo siguiente:

- *“Es legalmente posible constituir fideicomisos de titulización con estructuras diferentes a las de financiamiento o FIBRAS, conforme a lo que establezca el acto constitutivo respectivo y siempre que reciban autorización de la SMV al amparo de la normativa aplicable.”*

Tradicionalmente, en la estructura de un fideicomiso de titulización, la única finalidad del patrimonio fideicometido era respaldar la emisión de los valores y es así como se había establecido en el antiguo artículo 291⁹ de la LMV.

Sin embargo, un mayor desarrollo de este tipo de estructuras ha hecho que se permita que el patrimonio fideicometido pueda tener finalidades distintas o adicionales al respaldo de los valores emitidos, tal como ocurre en el caso del Fideicomiso para Inversión en Renta de Bienes Raíces -FIBRA, cuyo patrimonio fideicometido, de acuerdo con el artículo 71 del Reglamento, tiene como finalidad la adquisición o construcción de bienes inmuebles que se destinen a su arrendamiento u otra forma onerosa de cesión en uso.

En ese sentido, el Precedente reconoce la factibilidad de constituir otras estructuras en las que el patrimonio fideicometido tenga finalidades

⁷ ALCAZAR, Rafael (1997). La titulización de activos en el Perú. Ius Et Veritas Revista de Derecho, Número 15, 295-303. (40), 123-136.

⁸ 2. De acuerdo con el artículo 291º, el primer párrafo del artículo 301º, el primer párrafo del artículo 302º y el artículo 308º de la LMV, es legalmente posible constituir deicomisos de titulización con estructuras distintas a las de nanciamiento o FIBRAS, conforme a lo que establezca el acto constitutivo respectivo y siempre que reciban autorización de la SMV al amparo de la normativa aplicable. En el caso de aquellos patrimonios fideicometidos que sirvan de respaldo para la emisión de valores de oferta pública, el órgano competente de la SMV, en el marco de lo dispuesto en la LMV y en el Reglamento de Titulización, evalúa y autoriza la constitución del referido fideicomiso de titulización. En el caso de la constitución de deicomisos de titulización que sirvan de respaldo a la emisión de valores de oferta privada, debe remitirse a la SMV la información a la que se reere el artículo 29º del Reglamento de Titulización, en el plazo establecido en dicha norma, o disposición que la modique o sustituya, y cualquier otra que la SMV le requiera considerando lo señalado en el presente precedente de observancia obligatoria. En todos los casos, es indispensable la emisión de valores mobiliarios emitidos por la sociedad titulizadora y respaldados por los patrimonios deicometidos.

⁹ **Artículo 291.- Concepto.-** Titulización es el proceso mediante el cual se constituye un patrimonio cuyo propósito exclusivo 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.

diferentes o adicionales a la de respaldar la emisión de valores. Al respecto, consideramos prudente esta interpretación, toda vez que brinda flexibilidad a las diversas estructuras que puedan crearse.

Ahora bien, considerando la variedad y complejidad de estas estructuras, resulta interesante que el regulador considere establecer un tipo de titulización que por su simplicidad y transparencia pueda presentarse como una buena alternativa para acercar a los inversionistas no institucionales.

Por ejemplo, una de las normas aprobadas por la Unión Europea para poder impulsar las titulaciones es el Reglamento 2017/2402, crea un tipo de titulaciones más conocidas como “Titulización STS” (STS, según sus siglas en inglés Simple, Transparent and Standardised), las cuales para obtener esta calificación deben cumplir algunos requisitos como: i) la estructura debe ser clara y comprensible, permitiendo al inversor conocer los riesgos, ii) la estructura debe seguir estándares de alta calidad o buenas prácticas y permitir la fácil comparación con otras transacciones y iii) debe permitir al inversor realizar su proceso de diligencia debida brindando toda la información, así los derechos y responsabilidades de todas las partes implicadas deben de ser explicados detalladamente.

El cumplimiento de estos requisitos brinda una mayor transparencia y protección al inversionista, lo cual disminuye el riesgo de este instrumento financiero, haciéndolo más atractivo¹⁰.

Por otro lado, sobre la constitución del patrimonio fideicometido, el artículo 3, numeral 4, del Precedente señala lo siguiente:

- *“No es posible constituir fideicomisos de titulización que respalden únicamente el pago de los derechos incorporados en valores mobiliarios emitidos por terceras personas, tanto si pretenden ser colocados mediante oferta pública o privada”.*

Al respecto, de acuerdo a lo establecido en el artículo 15 del Reglamento de Fideicomiso, aprobado por Resolución SBS No. 1010-99, en el fideicomiso en garantía el objetivo es transferir bienes inmuebles o muebles al patrimonio fideicometido para asegurar el cumplimiento de determinadas obligaciones, concertadas o por concertarse, a cargo del fideicomitente o de un tercero.

En ese sentido, el Precedente aclara que si bien es posible constituir fideicomisos de titulización en los que el patrimonio fideicometido

¹⁰ A pesar de que esta regulación ha tenido muchos retos para su implementación, muchos especialistas consideran que esta medida fomenta la titulización y que envía una señal positiva al mercado.

respalde valores emitidos por terceros, esta no podrá ser la única finalidad del patrimonio fideicometido, ya que en este caso estaríamos ante un Fideicomiso en Garantía, estructura financiera que se encuentra regulada y supervisada por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Lo anterior aplica tanto en ofertas públicas como privadas.

c) Emisión de Valores

En la última etapa del proceso de titulización, como habíamos explicado previamente, se realiza la emisión de los valores mobiliarios. En esta etapa y a partir de la publicación del Precedente, se deberá tener en cuenta lo mencionado en el numeral 2 del mismo:

- En los Fideicomisos de Titulización, tanto por oferta pública como privada, es indispensable la emisión de valores mobiliarios emitidos por la sociedad tituladora y respaldado por los patrimonios fideicometidos.
- En el caso de una oferta pública, la SMV evalúa y autoriza la constitución del fideicomiso de titulización.
- En el caso de una oferta privada, debe remitirse a la SMV información sobre las condiciones de la oferta, de acuerdo a lo señalado en el artículo 29 del Reglamento.

De acuerdo con el Precedente, una de las características esenciales del Fideicomiso de Titulización es la emisión de valores mobiliarios con el respaldo del patrimonio fideicometido. Por ello, se debe tener en cuenta la definición de valor mobiliario establecida en el artículo 3 de la LMV, el cual establece que son:

- Libremente negociables.
- Emitidos de forma masiva.
- Confirieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor; y,
- Pueden representarse tanto mediante títulos como por anotaciones en cuenta.

En relación con la emisión masiva, consideramos que resulta importante definir su alcance en las ofertas privadas, toda vez que de acuerdo con el artículo 5, inciso b), del Reglamento de Oferta Pública Primaria y de Venta de Valores Mobiliarios, aprobado por Resolución CONASEV No. 141-1998 (en adelante, ROPP) se considera como emisión masiva a 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 mismo número de valores, homogéneos o no entre sí al que haga posible su posterior distribución entre el público o entre un segmento de éste.

En ese sentido, la masividad podría lograrse emitiendo títulos individuales en distintos momentos. Asimismo, concidimos con Luis Bulnes, en que el artículo 5 del ROPP establece una presunción para considerar la masividad; sin embargo, no por ello se debería entener a la masividad como una característica esencial del Valor Mobiliario¹¹.

Por ello, hubiera sido importante que el Precedente pudiera aclarar este punto, sobre todo teniendo en cuenta que en las ofertas privadas la estructura podría requerir la emisión de un único valor mobiliario para un determinado inversionista, por considerarse lo más conveniente para las partes, lo cual no tendría por qué estar prohibido considerando que este tipo de ofertas son dirigidas a inversionistas institucionales.

Finalmente, para el caso de las ofertas privadas es necesario que las Sociedades Tituladoras resguarden la información, toda vez que en el artículo 3, numeral 1, del Precedente se establece que la SMV puede requerir el acceso a esta información o documentación.

V. El Fideicomiso de Titulización en el contexto actual

El desarrollo de las operaciones de titulización ha sido escaso en comparación a otros países. No obstante, nos encontramos en un contexto en el que esta alternativa de financiamiento podría ayudar a algunas empresas a reactivarse, ya que tiene varias ventajas, entre ellas: i) permite que las empresa que cuentan con activos ilíquidos puedan mejorar su índices financieros; ii) permite obtener financiamiento a mejores tasas, pues mitiga el riesgo de la emisión al estar garantizada por los activos que conforman el patrimonio fideicometido, y; iii) es flexible, lo que permite establecer estructuras variadas que brinden soluciones eficientes y a la medida¹².

Finalmente, la necesidad de financiamiento en el contexto actual, representa una gran oportunidad para revisar su regulación, a fin de disminuir tiempos de aprobación, establecer menos requisitos y por qué no, diseñar estructuras menos complejas cuyo costo sea menor. Estos cambios podrían impulsar el uso de esta alternativa de financiamiento y así dinamizar nuestra economía.

¹¹ BULNES Jiménez, Luis Mauricio (Diciembre, 2018) "El valor mobiliario como elemento objetivo de la regulación del Mercado de Valores", Tesis, Universidad de Piura. Página 85.

¹² TONG Jesús y Díaz Enrique (2003), "Titulización de Activos en el Perú", Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Lima. Página 82