EVOLUCION Y PERSPECTIVAS DE LA

TITULARIZACION EN COLOMBIA

Documento elaborado para la
MISION MERCADO DE CAPITALES

SELFINVER, BANCA DE INVERSION
JUAN PABLO TRUJILLO

EVOLUCION Y PERSPECTIVAS DE LA TITULARIZACION EN COLOMBIA

INDICE

	Página
RESUMEN EJECUTIVO	
I. TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS - TEORIA	1
A. QUE ES LA TITULARIZACION?	1
B. ELEMENTOS DE LA TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS	3
C. TIPOS DE TITULOS EMITIDOS EN PROCESOS DE TITULARIZACION	7
D. VENTAJAS DE LA TITULARIZACION DE ACTIVOS	8
E. MACRO IMPLICACIONES DE LA TITULARIZACION	16
II. TITULARIZACION: EXPERIENCIA INTERNACIONAL	19
A. EE.UU.	20
B. EUROPA	31
C. CONCLUSIONES	35
III. LA TITULARIZACION EN COLOMBIA	36
A. EVOLUCION NORMATIVA	36
B. EVALUACION EXPERIENCIA ACTUAL	54
IV. EMISORES DE TITULARIZACION	60
A. CUANTIFICACION MERCADO EMISOR	60
B. ESTUDIO MERCADO DE EMISORES	64
V. TITULARIZACION DE PROYECTOS DE DE INFRAESTRUCTURA	72
A. FINANCIACION DE PROYECTOS (FP)	72
B. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL	75
C. EL CASO COLOMBIANO	82
VI. EVALUACION INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES	84
A. CUANTIFICACION DEL MERCADO INVERSIONISTA	84
B. ESTUDIO DE MERCADO INVERSIONISTA	85
VII. CONCEPTO ORGANISMOS GUBERNAMENTALES	98
VIII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	100
A. CONCLUSIONES	100

INDICE DE CUADROS

Cuadro # 1 - Efectos de la titularización sobre los indicadores financieros de la empresa
Cuadro # 2 - Programas gubernamentales de CTD
Cuadro # 3 - Nuevas titularizaciones por tipo de activos
Cuadro # 4 - Cronología de innovaciones en la titularización de activos no hipotecarios
Cuadro # 5 - Comparación del patrimonio requerido más provisiones de una entidad financiera que titulariza su cartera frente a la alternativa de no titularizar.
Cuadro # 6 - Ofertas públicas aprobadasde procesos de titularización
Cuadro # 7 - Rentabilidad y plazos de titularización de cartera
Cuadro # 8 - Titularización de cartera - Cálculo de costos
Cuadro # 9 - Cuantificación del mercado emisor - sector financiero
Cuadro # 10 - Cuantificación del mercado emisor - sector real
Cuadro # 11 - Cuantificación del mercado emisor - Obras de infraestructura
Cuadro # 12 - Cuantificación del mercado inversionista institucional

INDICE DE GRAFICOS

Gráfica # 1 - EEUU - Titularización de créditos de vivienda por tipo de emisor
Gráfica # 2 - EEUU - Inversionistas titularizaciones hipotecarias
Gráfica # 3 - Titularizaciones Europa - Participaciones por países
Gráfica # 4 - Europa - Evolución titularización
Gráfica # 5 - Composición actual del portafolio inversionistas institucionales - renta fija, renta variable.
Gráfica # 6 - Política actual de inversión inversionistas institucionales - renta fija, renta variable

INDICE DE ANEXOS

Anexo # 1 - GARANTIAS Y MECANISMOS DE APOYO CREDITICIO Y SOPORTE DE LIQUIDEZ
Anexo # 2 - TITULOS DE PARTICIPACION Y TITULOS DE DEUDA
Anexo # 3 - EE.UU. PROGRAMAS GUBERNAMENTALES DE APOYO DEL MERCADO HIPOTECARIO
Anexo # 4 - MARCO JURIDICO DE LA TITULARIZACION EN E.E.U.U.
Anexo # 5 - MARCO REGULATORIO E INSTITUCIONAL DEL REINO UNIDO
Anexo # 6 - LA TITULARIZACION EN FRANCIA
Anexo # 7 - LA TITULARIZACION EN EL JAPON

Anexo # 8 - OTROS PAISES DE EUROPA OCCIDENTAL
Anexo # 9 - EVOLUCION DE LAS NORMAS DE TITULARIZACION COLOMBIA
Anexo # 10 - TITULARIZACIONES DE CARTERA E INMOBILIARIA - EXPERIENCIA ACTUAL COLOMBIA
Anexo # 11 - ENCUESTA EMISORES DE TITULARIZACION SECTOR FINANCIERO
Anexo # 12 - ENCUESTA - EMISORES DE TITULARIZACION SECTOR REAL
Anexo # 13 - ENCUESTA INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES
Anexo # 14 - ENCUESTA CORREDORES DE BOLSA

EVOLUCION Y PERSPECTIVAS DE LA TITULARIZACION EN COLOMBIA

RESUMEN EJECUTIVO

Por titularización de activos se entiende todo proceso por el cual una empresa obtiene liquidez agrupando activos de similares características con el objeto de emitir títulos valores de contenido crediticio o de participación, cuyo riesgo es evaluado principalmente por referencia a los activos titularizados.

Son beneficios de la titularización para el originador la diversificación y ampliación de fuentes de financiación y reducción de sus costos, la reducción y diversificación de riesgos, mejoramiento de los indicadores financieros, el mejoramiento de la información sobre los activos y el análisis de los riesgos de dichos activos.

Son beneficios para el inversionista la facilidad para evaluar los riesgos, una mejor relación riesgo- rentabilidad, la posibilidad de diversificar el riesgo dentro del portafolio de inversión y la ampliación de las posibilidades de inversión.

La titularización tiene algunas implicaciones macroeconómicas pues desarrolla el mercado de capitales multiplicando la oferta de títulos, mejora la eficiencia en la asignación de riesgos y reduce problemas de información en el mercado de capitales. La titularización por ser un mecanismo de reciente aparición en la mayoría de los mercados de capitales tropiesa contra normas y reglamentaciones que dificultan su aplicación. Tal es el caso de normas en países como Japón e Inglaterra que obligan a una notificación y aceptación individual de cada deudor para lograr la transferencia de todos los efectos jurídicos de la cartera de crédito de los bancos y las empresas. El adecuado reflejo en los estados financieros de la transferencia parcial de los riesgos desde el conjunto de activos, típico de la mayoría de las estructuras en las titularizaciones, representa un reto para las autoridades de supervisión de los países. La manera

como se afronte este reto y se consigan las adecuaciones normativas necesarias, constituyen la clave para el desarrollo de las titularizaciones en un determinado mercado de capitales.

La titularición se ha desarrollado principalmente en Estados Unidos, Europa y Canadá. Según datos a 1993, en Estados Unidos se habían realizado titularizaciones de créditos hipotecarios y de otros activos por US$479.5 mil millones. El proceso de titularización en los Estados Unidos tuvo un apoyo fundamental por parte de agencias gubernamentales y semi-gubernamentales para la titularización de crédito hipotecario. En Europa, específicamente en el Reino Unido y Francia durante 1994 se realizaron titularizaciones por valor de US$12.8 mil millones. En el Japón se han presentado obstáculos jurídicos para las titularizaciones aunque actualmente existen fuertes presiones de posibles originadores e interés por parte de las entidades reguladoras para crear un marco favorable a la titularización.

Actualmente en la mayoría de los países con mercados de capitales de alguna significación se estudian las condiciones necesarias para desarrollar procesos de titularización. Incluso, en algunos casos de mercados de capitales incipientes como lo es el de Hungría, se analiza la figura como la estrategia fundamental que permita iniciar el desarrollo del mercado.

En Colombia la legislación sustantiva se encuentra ampliamente desarrollada, al punto que es comparable con la de los países más desarrollados en la materia. Las principales definiciones se encuentran contenidas en la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores. En materia contable es reciente la aparición de las primeras disposiciones que, por ahora regulan exclusivamente las titularizaciones de cartera de las entidades financieras. En nuestro concepto, el principal inconveniente de esta reglamentación consiste en que para reflejar contablemente los riesgos retenidos por los originadores establece una provisión por un valor superior al cálculo de la pérdida que se produciría en el conjunto de activos en condiciones extremas. De

esta manera, la figura contable de la provisión que implica la probabilidad inminente de una pérdida termina aplicándose para cubrir un evento altamente improbable.

La titularización en Colombia se ha concentrado en tres tipos de activos: Inmuebles y proyectos inmobiliarios, cartera de instituciones financieras y cartera de empresas industriales. El monto total de las ofertas públicas aprobadas de procesos de titularización a agosto de 1995 según datos de Superintendencia de Valores era de $216 mil millones, de los cuales se habían colocado en el mercado $46 mil millones, cifra en la cual faltaban algunos reportes que de acuerdo con informaciones directas de los emisores la elevarían a un monto aproximado a los $70 mil millones.

Cuantificando los activos titularizables, tomando aquellos que de acuerdo a la experiencia internacional y la incipiente colombiana tendrían las mejores posibilidades de ser titularizados, esto es, los créditos de instituciones financieras y fundamentalmente los hipotecarios de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, los de tarjetas de crédito, la cartera comercial de mediano y largo plazo de las Corporaciones Financieras, los activos dados en Leasing y las obras de infraestructura construidas por el sector privado se obtuvo un valor de $14.8 billones. Otro activo que presenta buenas posibilidades de titularización es el inmobiliario, sin embargo, para los activos inmobiliarios se carece de suficientes datos estadísticos y el valor titularizable es prácticamente imposible de determinar. Igualmente no se incluye en el valor antes mencionado los impuestos y contribuciones territoriales que tienen buenas posibilidades de ser titularizadas cuando son fácilmente cuantificables, especialmente las de valorización y sobretasa a la gasolina.

Si bien existe un importante volumen de activos titularizables, el desarrollo del mecanismo dependerá del interés de los posibles originadores y de la capacidad y aceptación de los títulos dentro del mercado de inversionistas. Para medir el interés de los originadores, la consultoría

realizó una encuesta de la cual se obtuvieron los siguientes resultados. Las instituciones financieras mostraron en principio, un gran interés en acudir al mecanismo de titularización de cartera el cual se vió seriamente afectado por las normas de contabilización de estos procesos. Las empresas del sector real mostraron un bajo interés en los procesos de titularización de cartera, pero manifestaron su interés en los procesos de titularización inmobiliaria. Para las entidades titularizadoras de inmuebles y de proyectos inmobiliarios, las razones por las cuales realizan estos procesos son la capacidad de democratizar la finca raíz y de esta forma ampliar el mercado de inversionistas. En los sectores de generación de energía, construcción de carreteras y transporte de gas, muestran un alto interés en la utilización del mecanismo, sin embargo por razones del tamaño del mercado local y por las diferencias de costos financieros hasta ahora solamente han pensado en realizar titularizaciones para los mercados extranjeros. Por último, las entidades territoriales empiezan a encontrar la titularización de contribuciones de valorización y la sobretasa a la gasolina como un mecanismo para agilizar y volver mas eficiente la realización de obras de infraestructura urbana.

Las titularizaciones por su calidad de títulos de mediano y largo plazo, encuentran su mercado en el grupo de los inversionistas institucionales como son: Sociedades Fiduciarias, Compañías de Seguros, Fondos de Cesantías, Fondos Mutuos de Inversión, Fondos de Pensiones, Fondos de Valores y Corporaciones Financieras. A julio de 1995 el valor total de los portafolios manejados por estos inversionistas era de tres billones de pesos aproximadamente. Sin embargo, de acuerdo a la composición actual de dichos portafolios el valor invertido en títulos de mediano y largo plazo era de $850 mil millones aproximadamente. Vencidas algunas dificultades de tipo coyuntural es factible la ampliación de la proporción de inversiones de estos plazos además del incremento cuantitativo de los portafolios que se prevé especialmente dinámicos como en el caso de los fondos de pensiones y cesantías. Los inversionistas institucionales califican positivamente las titularizaciones frente a otras alternativas de inversión, lo que permitiría esperar una destacada participación de estos títulos en los

portafolios de los inversionistas en caso de que su oferta en el mercado fuere abundante. Las titularizaciones inmobiliarias han encontrado mercado dentro de un grupo específico de inversionistas personas naturales interesados en invertir en finca raíz pero sin la capacidad económica para hacerlo en los inmuebles mas interesantes por sus perspectivas de valorización.

Para las entidades gubernamentales el mecanismo es visto como útil para ampliar las fuentes de financiación de entidades que por su tamaño o su estructura financiera tendrían dificultades de acceso al mercado de capitales. En cuanto a su utilización por las entidades del sector financiero manifiestan preocupación por una eventual disminución de la solidez patrimonial y consideran que solo en caso de una disminución efectiva en los riesgos derivados del no pago de cartera se justificaría un tratamiento o una consideración en la ponderación de los activos de riesgo y su relación con el patrimonio. La titularización inmobiliaria es considerada como un mecanismo útil para atraer a inversionistas al mercado de capitales que sirvan para el desarrollo de los proyectos inmobiliarios. Consideran que falta desarrollo en materia contable y acciones de divulgación y capacitación para incrementar la utilización de todos los instrumentos consagrados en la legislación, en beneficio tanto de inversionistas y empresas necesitadas de capital.

I TITULARIZACION DE ACTIVOS - TEORIA

El siguiente capítulo busca introducir los elementos básicos de la titularización de activos para ubicarla dentro del mundo financiero e identificar sus elementos esenciales. El capítulo está estructurado en seis partes. La primera define el concepto. La segunda delimita sus elementos esenciales. La tercera, se refiere a los mecanismos de soporte del proceso de titularización. La cuarta se refiere al tipo de títulos que pueden ser emitidos en los procesos de titularización. En la quinta se establecen los beneficios que tiene su utilización a nivel de emisores e inversionistas. En la sexta y última parte, se establecen las macro- implicaciones de la titularización.

A. QUE ES LA TITULARIZACION?

El término titularización es utilizado normalmente en dos sentidos: amplio y restringido. En el *sentido francés o amplio*, la titularización se refiere a todo proceso mediante el cual se convierte un activo (o grupo de activos) en títulos negociables en el mercado de valores. De acuerdo con esta definición, la titularización no es nada diferente al proceso de desintermediación financiera.

En *sentido restringido*, la titularización de activos es una alternativa de financiamiento diferente a la emisión de deuda o capital accionario, que tiene como característica esencial la emisión de títulos valores respaldados en el valor y el flujo proveniente de un portafolio *específico* y *determinado* de activos financieros de una compañía. En este sentido, utilizado los EE.UU., los países anglosajones y Colombia, entre otros, la titularización se refiere a este mismo proceso de transformación de activos en títulos negociables en el mercado, pero restringido a activos que han sido expresamente identificados para la operación de titularización (y no simplemente se encuentran indeterminados en el patrimonio del emisor)

y a títulos cuyo pago depende directamente del flujo de caja proveniente de estos activos (y no de la prenda general del acreedor).[1] Desde el punto de vista del inversionista, la titularización genera títulos con garantías objetivas y no subjetivas. Desde el punto de vista del emisor, la titularizacion es un híbrido que combina la venta pura de activos con un préstamo con garantías reales. [2] Es en este sentido restringido que entendemos la titularización y nos referiremos en lo que resta de este documento.

En principio, cualquier activo presente o futuro (siempre y cuando sea identificable) puede ser titularizado, aunque con ciertas limitaciones legales. Sin embargo, los activos titularizados tienen por lo general ciertas características que los hace más susceptibles de ser titularizados. En términos generales, los activos que ofrecen un mayor potencial para ser titularizados son aquellos que: i) tienen características relativamente homogéneas, ii) generan flujos identificables, iii) sus características estadísticas son predecibles y iv) tienen una tasa de incumplimiento o morosidad baja.

En resumen, por titularización de activos se entiende aquí como *todo proceso mediante el cual se agrupan activos de similares características, sean estos determinados o determinables, con el objeto de emitir títulos valores de contenido crediticio o de participación, cuyo riesgo es evaluado principalmente (y no exclusivamente[3]) por referencia a los activos titularizados.*

---

[1] La titularización forma parte de lo que se ha denominado Financiamiento Respaldado en Activos ("Asset-Backed Financing") de la cual hacen parte también el factoring, el leasing y la financiación de proyectos.

[2] La titularización es un enfoque basado en el "lado izquierdo" del balance financiero de una compañía, a diferencia de la emisión de deuda y acciones que utilizan el "lado derecho".

[3] Para algunos autores como Shwarcz (1991) o Rizzi & Maza (1993), la titularización va más allá de un simple proceso de emisión de títulos valores respaldados en un grupo determinado de activos. Además de reunir estas características, una emisión de títulos para ser considerada como titularización debe ser estructurada para lograr separar entre el originador y los activos titularizados. Es decir, el inversionista debe evaluar los riesgos de los títulos emitidos haciendo referencia *exclusiva* a los activos que respaldan la emisión y no a la entidad que los origina.

B. ELEMENTOS DE LA TITULARIZACION DE ACTIVOS

De manera específica, la titularización de activos es todo proceso que involucra los siguientes seis elementos fundamentales: (1) La transferencia de un grupo definido y determinado de activos de una entidad originadora (2) a una entidad de objeto específico ("EOE") independiente del originador, (3) que emite títulos valores directamente, o a través de una entidad emisora independiente, (4) respaldados en el valor y flujo de los activos transferidos, (5) a un precio que refleja el costo de estos fondos, y (6) bajo condiciones bajo las cuales el originador u otra entidad designada por las partes, permanece responsable por la administración, recolección y pago de los flujos provenientes de estos activos a la EOE.

Elementos adicionales a la transacción como la utilización de garantías (internas o externas) para disminuir los riesgos (crédito, liquidez, tasa de interés, prepago, etc.) a que están expuestos los flujos provenientes de los activos titularizados; acuerdos de servicio y manejo de los activos titularizados; y contratos de cobertura de riesgo de tasa de interés o de cambio, pueden ser adicionados a la estructura dependiendo de la naturaleza de la transacción.

1. Transferencia de un grupo definido y determinado de activos.

Una característica común de casi todas las titularizaciones es el aislamiento de un grupo determinado de activos financieros[4] que se convertirán, de acuerdo a los términos de las obligaciones y ante la ausencia de no pago, en efectivo a medida que el obligado realiza los pagos de acuerdo a un esquema predeterminado[5]. Estos activos respaldan la operación de titularización y pueden ser estructurados de muchas maneras para diversificar los riesgos de

[4] La titularización se refiere normalmente al uso de activos financieros, entendidos como obligaciones de pagar una suma de dinero generada por una deuda anterior u otro uso anterior de fondos o la adquisición de una propiedad. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que no existe ninguna limitante para poder estructurar titularizaciones de activos no financieros.

[5] No obstante, algunas transacciones en mercados como el de los EE.UU. han sido estructuradas de tal forma que el éxito de la titularización depende de la capacidad de vender en el mercado el colateral que respalda la transacción. Morrison (1993) hace referencia a estas transacciones.

crédito, prepago o concentración geográfica a que están expuestos.[6] De acuerdo al plazo o vida de los activos transferidos el grupo puede ser de naturaleza fija o rotatoria.[7]

2. Entidad de Objeto Específico (EOE)

La titularización de activos implica la transferencia de los activos titularizados de su dueño u *originador*[8] a una entidad independiente creada con el objeto específico de adquirirlos (EOE) y emitir (directamente o a través de un emisor independiente[9]) títulos valores respaldados en estos activos. El propósito de esta EOE es retirar los activos titularizados del balance del originador y hacer la titularización "inmune" a la quiebra de éste último. Salvo obligaciones tributarias o pensionales y un nivel de efectivo mínimo para su funcionamiento, la EOE no tiene activos diferentes a los activos titularizados y obligaciones diferentes a los títulos emitidos. Los recursos provenientes de esta emisión son destinados a financiar la compra de los activos. La EOE es, por lo general, un fondo fiduciario o una subsidiaria de la entidad originadora, a cargo de un agente con funciones fiduciarias (de aquí en adelante denominado agente fiduciario). El agente fiduciario, a través del fondo, es quien se encarga de realizar los pagos acordados de capital e intereses a los inversionistas.

Contablemente el propósito, por lo general, es lograr que la transferencia de los activos a la EOE sea considerada como una "*venta efectiva*" para lograr una protección total de la

---

[6] Algunas titularizaciones, sin embargo, no involucran un pool diversificado de activos o se refieren a activos no financieros. Este es el caso de la titularización de un sólo bien o activos como oficinas comerciales u otras propiedades inmobiliarias.

[7] En una estructura rotatoria, los pagos de capital son utilizados para comprar nuevos activos de similares características, extendiendo efectivamente la vida de los títulos emitidos. A la maduración de los títulos las compras de nueva cartera se acaba y el capital es pagado a los inversionistas a medida que es recibido. Este tipo de estructura es utilizada para titularizar carteras que tienen plazos de maduración muy cortos, tales como las de tarjetas de crédito, la cartera comercial de empresas no financieras y líneas de crédito personales.

[8] Normalmente, una entidad financiera.

[9] En algunos casos, la EOE puede ser una entidad subsidiaria del originador. De otra parte, la titularización puede ser estructurada para que exista una doble transferencia de los activos. En una primera transferencia los activos pasan del originador a una EOE, normalmente una subsidiaria del originador. En la segunda transferencia los activos son transferidos de la EOE a una fiduciaria o a una sociedad titularizadora, quien se encarga de emitir los títulos y manejar las relaciones con los inversionistas.

operación de titularización contra la quiebra del originador y para reducir los requerimientos de capital de éste. Esto quiere decir que los activos salen efectivamente del balance del originador y entran al de la EOE. Cuando esto no ocurre la operación es considerada como una *financiación de deuda garantizada.* Los activos permanecen en el balance como garantía de las obligaciones de la operación de titularización, aunque expuestos a cualquier evento de quiebra, en cuyo caso los privilegios de los tenedores de los títulos se equiparan a los de cualquier acreedor con garantía real. Para efectos tributarios, el tratamiento como una operación de deuda resulta preferible, ya que evita el reconocimiento de ganancias gravables en la transferencia y permite obtener las deducciones que puedan existir en el pago de intereses.

3. Emisión de títulos valores

El propósito fundamental de la titularización de activos es la emisión de títulos valores en el mercado — a través de oferta pública o privada — para financiar la compra de los activos por parte de la EOE. Normalmente, la EOE es la encargada de emitir los títulos; sin embargo, ésta y la entidad emisora pueden ser dos agentes diferentes. Un ejemplo de entidades emisoras independientes son las *sociedades titularizadoras*, las cuales son entidades creadas para comprar activos de diferentes originadores (previa transferencia a una EOE) y estructurar paquetes de activos titularizables que resulten atractivos para el inversionista en términos de riesgo y rentabilidad. Los títulos emitidos son evaluados por una o más compañías de rating.

4. Respaldados en los activos titularizados

Existe consenso en que la diferencia de la titularización con otro tipo de instrumento financieros está en que la evaluación del riesgo de los títulos emitidos se realiza haciendo referencia principalmente a los activos titularizados y no al crédito del originador. Esto quiere decir que los títulos emitidos dependen objetivamente de los activos que los respaldan

y no subjetivamente en quien emite los títulos o quien origina los activos. Esta característica es la que determina el principal atractivo de la titularización como mecanismo de financiamiento de una empresa, financiera y no financiera. La titularización hace recaer los costos de financiamiento sobre una variable objetiva y relativamente más fácil de medir, como la calidad de los activos titularizados, y no subjetiva, como el crédito del emisor, la cual es más difícil de observar, medir y está sujeta a un mayor nivel de especulación. Sobre este punto volveremos en la siguiente sección.

5. A un precio que refleje el costo de los fondos

Las tasas de rentabilidad de los títulos ofrecidos debe corresponder a la rentabilidad de los activos titularizados. En otras palabras, los costos de financiación de la EOE, a través de la emisión de títulos, no debe ser mayor que la rentabilidad de los activos adquiridos. Dado que la EOE no tiene más activos que los activos titularizados, ni obligaciones diferentes a los títulos emitidos, debe haber cierto nivel de correspondencia entre ambos para hacer viable la operación. Los costos de financiamiento de la EOE corresponde a las características de los activos titularizados; cualquier reducción de los costos de financiamiento requiere, por lo tanto, de garantías y apoyos adicionales que mejoren la calidad de los activos titularizados. Estas garantías pueden ser internas y externas, dependiendo de si estas provienen de agentes internos o externos a la estructura de la titularización. y buscan fundamentalmente reducir los riesgos de incumplimiento y liquidez a que está expuesta la EOE en el pago de sus obligaciones a los inversionistas.[10] (Ver Anexo # 1 - Garantías y mecanismos de apoyo crediticio y soporte de liquidez).

---

[10] La tasa de retorno de estos títulos está sujeta a cierto grado de incertidumbre, aunque es perfectamente determinable por las características de los activos, sus flujos, y la forma como se distribuyen entre los accionistas. Igualmente este riesgo puede cubrirse o asegurarse a través de mecanismos internos o externos de garantía. En el caso de las titularizaciones estructuradas como títulos de deuda, existe una tasa nominal de interés ofrecida (fija o variable), aunque la rentabilidad real de los títulos depende igualmente de las características de los activos, sus flujos, las garantías existentes y las reglas de distribución entre los inversionistas.

6. Servicio y administración de los activos titularizados

Normalmente, la administración, recolección y pago de los flujos provenientes de los flujos de los activos titularizados se mantiene en cabeza del originador, quien recibe una comisión fija por prestar este servicio. No obstante, esta función puede ser transferida a una entidad especializada en el servicio de los activos. Los intereses sobre los activos son divididos entre la porción correspondiente a los inversionistas y aquella correspondiente al servicio, manejo, emisión y garantías. Si después de pagar a los inversionistas y las comisiones de servicio, administración, emisión, creación de mercados, underwriting, asesoría legal y financiera y garantías, resultan recursos remanentes, estos son usualmente entregados al originador en pago por sus funciones como agente de servicio o vendidos en el mercado. Esto es lo que se denomina el "*interés residual*" del originador en una titularización.[11]

C. TIPOS DE TITULOS EMITIDOS EN PROCESOS DE TITULARIZACION

Los títulos emitidos en procesos de titularización de activos pueden clasificarse en dos categorías: títulos de participación y títulos de deuda.

1. Títulos de Participación (Respaldados en Activos)

Esta categoría reúne todos aquellos títulos que otorgan intereses o derechos fraccionales sobre los activos titularizados y/o sus flujos. En este caso, la operación es estructurada de tal manera que existe una venta de los activos de la EOE al inversionista, quien asume los riesgos del pool de activos adquiridos. Ver Anexo # 2 que describe las diversas clases de títulos de participación y de títulos de deuda.

2. Títulos de Deuda Respaldados en Activos

[11] Con el tiempo se ha descubierto que estos intereses tienen características especiales que permite su utilización en la creación de productos sintéticos de cobertura del riesgo de tasa de interés.

Estos títulos son estructurados como obligaciones de deuda que ofrecen el pago de un interés periódico (fijo o variable) y el repago del capital invertido en un plazo promedio. Estos pagos se encuentran respaldados por un pool de activos determinado y específico en cabeza de la EOE. En contraste con los títulos de participación, existe una rentabilidad nominal determinada en el título. Estos títulos pueden ser de diferentes tipos de acuerdo a cómo se realizan los pagos y como se distribuyen los riesgos de prepago, tasa de interés y crédito.

D. VENTAJAS DE LA TITULARIZACION DE ACTIVOS

Desde el punto de vista de los beneficiarios de la operación las ventajas de la titularización pueden ser clasificadas en dos categorías: ventajas para los emisores y los inversionistas. Desde el punto de vista del tipo de beneficios, estos se pueden clasificar en beneficios contables, regulatorios, financieros, transparencia y manejo de riesgos.

1. Beneficios emisores

La titularización ofrece ventajas para los emisores en los aspectos financiero, contable, operativo y regulatorio. De manera específica estos beneficios son:

(a) Reducción de las presiones de capital sobre el balance de la empresa

Una de las principales ventajas de la titularización es que permite a la empresa crecer sin tener que aumentar el tamaño de su balance financiero, lo cual tiene importantes implicaciones para las instituciones financieras que tienen que cumplir con requerimientos regulatorios de capital. Dado que los requerimientos regulatorios de capital son estimados en función de los activos, lograr un tratamiento "fuera de balance"[12] de la transferencia de los activos titularizados implica reducir proporcionalmente los requerimientos de capital de la empresa y los costos de mantener este capital en el balance. En el caso de los EE.UU. estos

[12] Sin embargo, esto varia considerablemente a nivel mundial de acuerdo a la legislación existente. Lo óptimo es permitir que la titularización constituya una venta efectiva de los activos titularizados para efectos contables.

costos (representados en los costos del seguro de depósito, los requerimientos de reservas y el mantenimiento de los niveles de capital adecuado) han sido estimados entre 140 y 200 puntos base[13]. En esencia, la ventaja de la titularización, en este aspecto, se genera por la disparidad entre la manera como el mercado y las instituciones reguladoras evalúan los riesgos de los préstamos de las instituciones financieras. En la medida que esta diferencia es mayor, los atractivos de la titularización aumentan para las entidades reguladas. Tal como afirma Borod (1994), "la verdadera titularización para los bancos ... es un juego entre los márgenes entre los requerimientos regulatorios de capital y la tasa de interés en el mercado."

(b) Diversificación de las fuentes de financiamiento

La titularización ofrece una nueva manera de financiar el crecimiento de las empresas diferentes a la financiación tradicional, a través de emisión de deuda o acciones. La titularización es una forma de financiar una empresa basada en el lado izquierdo del balance financiero, a diferencia de la financiación a través de deuda y capital, basadas en el lado derecho del balance. Dado que los inversionistas en titularización no están invirtiendo en el riesgo general del emisor, sino en el del grupo de activos titularizados, el emisor puede acceder a nuevos grupos de inversionistas o aumentar el apetito de sus habituales inversionistas institucionales. La habilidad de ampliar el acceso al mercado de capitales de un emisor a través de la emisión de títulos no sustitutos, reduce su vulnerabilidad a determinados tipos de financiamiento y los riesgos de sobreexposición en el mercado de capitales, con sus correspondiente deterioro de los costos de financiamiento.

(c) Mayor eficiencia en la financiación del crecimiento de una compañía

La titularización permite a los emisores financiar la adquisición de activos basados en los riesgos de estos y no en los costos históricos de financiamiento del emisor. Esto soluciona el problema clásico de sub-inversión a que hace referencia James (1988), según el cual las

[13] Borod (1994).

empresas, y los bancos en particular, dejan de invertir en proyectos rentables por estar limitados por costos fijos de financiamiento, basados en la historia del emisor y no las bondades del proyecto a financiar.[14]

(d) Mejor comunicación con el mercado de capitales

La titularización de activos también beneficia al emisor al proveer al mercado de capitales con mejor información con la cual valorar la empresa y los activos titularizados. Los requisitos de información que implica esta operación obliga una comunicación más clara y transparente al inversionista las condiciones de la inversión, lo cual reduce problemas de selección adversa e información asimétrica que aumentan los costos de financiamiento.[15]

(e) Capturar el valor de mercado de activos sub-valorados

La titularización permite al emisor capturar el valor de mercado de activos que tradicionalmente están sub-valorados por los accionistas y acreedores de la empresa. La titularización implica la actualización del valor de los activos titularizados a los precios del mercado. En la medida que exista una sub-valoración de estos activos por los accionistas, acreedores y el mercado en general, esto se deberá reflejar en el valor de mercado de la empresa emisora.

(f) Reducción y diversificación de riesgos

---

[14] Si los nuevos activos son de mayor calidad que los activos existentes y reducen el riesgo de todo el portafolio de activos, la compañía se abstendrá de realizar algunas de estas inversiones, ya que implicaría una transferencia de riqueza entre los accionistas de la empresa y los demás acreedores, al aumentar el valor ajustado por riesgo de sus acreencias. Por lo tanto, la titularización es un mecanismo de resolver este problema, ya que permite revalorar los derechos que recaen sobre los nuevos activos adquiridos.

[15] Existen otros factores que explican el porque la titularización genera menores costos de información y comunicación para el emisor.. Basados en modelos de información asimétrica e incertidumbre Carlstrom & Samolyk (1993), Boyd & Smith (1989), James (1988) y Greenbaum & Thakor (1987), entre otros, ofrecen diferentes razones como la titularización contribuye a solucionar problemas de información asimétrica en el mercado y, por lo tanto, permite un flujo más eficiente entre proveedores y usuarios de capital.

La titularización permite a los emisores un instrumento efectivo para manejar la exposición de una empresa a los riesgos de los activos titularizados. Sin embargo, vale la pena anotar que en la titularización el originador no logra deshacerse de todos los riesgos asociados con las pérdidas asociadas a estos activos o, por lo menos, si lo hace termina pagando por ello a través de las garantías y descuentos que otorga. De todas formas, parte del riesgo por pérdidas catastróficas es transferido a los inversionistas o a los proveedores de garantías y se crea un mecanismo de mercado para valorar estos riesgos y transferirlos. De otra parte, la titularización permite una cobertura natural de las operaciones del emisor al ligar los riesgos de sus activos con los de sus pasivos. Esto tiene particular relevancia en el caso de instituciones de crédito, ya que permite independizar la captación de depósitos de la colocación de préstamos. Esto elimina los riesgos que puedan existir por la brecha entre los plazos y las tasas de interés de las operaciones pasivas y activas de la institución financiera. Finalmente, los emisores se benefician de la titularización como un medio de diversificación de los riesgos de concentración geográfica y sectorial de las actividades de una institución financiera, al crear un mercado líquido de activos financieros en el que las instituciones ajustan sus portafolios en términos de rentabilidad/riesgo de acuerdo a sus preferencias y requerimientos.[16]

(g) Mejora en los indicadores financieros de una empresa

El lograr un tratamiento fuera de balance de los activos titularizados genera beneficios contables en las empresas originadoras, ya que mejora la tasa de retorno del capital y la tasa de retorno de los activos. Como se observa en el cuadro # 1, la titularización de activos mejora tanto la rentabilidad de los activos como del capital, al reducir los activos contabilizados en el balance. Dependiendo del uso que se le den a los recursos obtenidos de

[16] Carlstrom y Samolyk (1993) demuestran como en un sistema financiero segmentado a nivel local y donde los bancos tienen problemas para diversificar su portafolio de créditos geográficamente, la titularización puede ser un mecanismo efectivo de resolver problemas de restricciones de crédito, diversificar los riesgos de la entidad crediticia, ampliar el volumen de crédito en una región determinada y reducir los costos de financiamiento en la zona.

la operación, cancelación de deuda o financiación de nuevas actividades crediticias, los efectos son ligeramente diferentes. En el caso de la cancelación de deuda (A) se reducen los gastos financieros y los ingresos provenientes de los créditos titularizados, los cuales son compensados por los ingresos provenientes del servicio de los créditos titularizados. El retorno sobre activos es mayor en este caso, ya que los activos de la institución han disminuido. En el caso de otorgamiento de nuevos préstamos (B) se mantiene el nivel de activos constante y se aumentan las utilidades, debido a que se mantienen los ingresos por intereses, los ingresos por el servicio de los créditos titularizados y los gastos por intereses de su deuda[17]. En este caso el efecto sobre utilidades es mayor y el retorno sobre el capital aumenta.

h) Especialización de las entidades financieras

La separación de las funciones de otorgamiento y selección de préstamos, de la de captación de ahorro permite a las instituciones financieras dedicarse a seleccionar y colocar préstamos para luego ser vendidos en el mercado, sin preocuparse por la captación de recursos a través de depósitos. Esto no sólo permite una especialización funcional de las instituciones de crédito, sino también a nivel geográfico o sectorial., ya que el prestamista se puede centrar en la eficiencia de su función de selección, servicio y otorgamiento, sin importar los riesgos de concentración geográfica o sectorial. El potencial de titularización del activo se convierte entonces en el criterio determinante.

(i) Estabilización de los ingresos de las instituciones financieras

La especialización de las funciones de las instituciones financieras en el otorgamiento, selección y servicio de créditos implica una transformación estructural en la naturaleza de los ingresos recibidos por estas instituciones. Esto implica el reemplazo de los márgenes de intermediación por comisiones de servicio como fuentes de ingreso de estas instituciones, las

[17] Sin embargo, de acuerdo a los supuestos del ejercicio los intereses pagados por lo pasivos son menores que los recibidos por los créditos otorgados.

cuales pueden resultar más ventajosas por tres razones: i) son independientes de las tasas de interés; ii) existe un riesgo limitado de crédito; iii) puede ser contabilizado cómo un ingreso de manera inmediata para efectos contables.

(j) Reducción de los costos de financiamiento

La titularización reduce los costos de financiamiento de una empresa en el mediano y largo plazo. Diversas razones lo explica: la titularización permite un mayor nivel de apalancamiento de activos sin afectar la estructura de capital de la empresa; la titularización elimina costos relacionados con los márgenes de intermediación financiera; la titularización independiza los riesgos de los activos titularizados de los del emisor; y la titularización reduce problemas de información en el mercado. Sin embargo, no debe olvidarse que la titularización genera una serie de costos adicionales que no están presente en otro tipo de financiaciones como la contratación de deuda o la emisión de acciones o bonos tradicionales. La titularización es un proceso costoso tanto en términos de los pagos que se tienen que realizar para garantizar la operación y pagar los servicios de diversos agentes de servicio, administración y manejo, entre otros, como en términos del esfuerzo y tiempo que debe ser dedicado al proceso.[18] No obstante, una vez se tienen en cuenta todos los costos y beneficios, incluyendo las inversiones iniciales de montaje del programa y creación del mercado, la titularización genera en el mediano plazo menores costos totales de financiamiento que otro tipo de fuentes de financiación externa.

2. Beneficios inversionistas

Los principales beneficios de la titularización para los inversionistas son:

---

[18] Los principales costos de una operación de titularización incluyen: comisiones de underwriting; costos de emisión; costos de asesoría legal, financiera y contable; y costos de la utilización de mecanismos de apoyo crediticio y liquidez. A esto hay que sumar los costos de los sistemas administrativos y de información requeridos, si estos no existen, y los costos de creación de mercados. Estos son dos costos fijos importantes de toda operación de titularización que genera la existencia de economías de escala en el establecimiento de programas de titularización.

(a) Mayores tasas de rentabilidad

El principal atractivo de los títulos respaldados en activos es la rentabilidad que pueden ofrecer a los inversionistas. La mayoría de los títulos emitidos tienen márgenes de rentabilidad por encima de las tasas de títulos del gobierno para compensar por cualquier riesgo de crédito, prepago o liquidez. Dependiendo de factores tales como la presencia de mecanismos externos o internos de apoyo de crédito y garantía, el "rating" obtenido por el título, la estructura de la operación (deuda o títulos de participación, series múltiples o únicas, etc.) y la características de los activos titularizados, estos títulos ofrecen rentabilidades que en el caso de los EE.UU. han sido calculadas entre 40 y 300 puntos base, sobre la rentabilidad de títulos emitidos por el Tesoro.

(b) Mejor evaluación de inversiones y sus riesgos

Como se ha hecho referencia anteriormente la titularización ofrece una mayor y mejor información al inversionista acerca de la inversión y sus riesgos, dado que los flujos de los títulos provienen de un grupo determinado de activos con características estadísticas específicas y no de los innumerables riesgos a que puede estar expuesto el originador de los mismos.

(c) Ampliación alternativas de inversión

La titularización abre las puertas a inversiones que tradicionalmente no lo han estado para inversionistas institucionales e individuales. Al eliminar intermediarios financieros en el proceso ahorro inversión, los ahorrador pueden invertir directamente en proyectos de inversión que ofrecen un mayor rango de alternativas de retorno y riesgo.

(d) Mayor diversificación de riesgos

La aglomeración de créditos otorgados en diferentes regiones geográficas o a diferentes sectores económicos permite la diversificación de ciertos riesgos, sin necesidad de reducir la rentabilidad de la inversiones.

(e) Reducción costos monitoreo

En la titularización la necesidad y costos del inversionista de monitorear sus inversiones se reduce y es transferida al agente de servicio de los títulos. De otra parte, Diamond (1988) demuestra que la diversificación de riesgos reduce la necesidad de los inversionistas de monitorear el desempeño de su portafolio de inversiones.

E. MACRO IMPLICACIONES DE LA TITULARIZACION

Además de los beneficios antes enunciados existen otros efectos a nivel macroeconómico que deben tenerse en cuenta.

1. Transformación de las Instituciones de Crédito

La titularización implica una transformación de fondo de la actividad de las instituciones de crédito, las cuales dejan de ser grandes depósitos financieros y se convierten en corredores y agentes de servicios de préstamos. Esto genera una mayor especialización en la función de otorgamiento de créditos y, por lo tanto, una mayor capacidad de generación de crédito para la economía en general. No obstante, esto no quiere decir que necesariamente esto mejore las condiciones para los usuarios de crédito. A medida que la titularización se vuelve el motor de crecimiento de las instituciones de crédito, el criterio determinante para su otorgamiento se convierte en el potencial de un préstamo para ser titularizado. Esto implica un enorme grado de despersonalización en el otorgamiento de créditos de consumo y una disminución

de la flexibilidad del sistema para destinar recursos hacia segmentos que no ofrecen potencial de titularización.

2. Efectos regulatorios

Uno de los temas que mayor preocupación genera la titularización es el referente a los efectos sobre el patrimonio de los originadores, el cual constituye la prenda general de sus acreedores. Tal como está estructurada la titularización, los mejores activos son los que ofrecen mayores atractivos de titularización. Se argumenta que a medida que los mejores activos son titularizados, el patrimonio del originador disminuye en calidad al mantener sólo los activos que ofrecen menores condiciones. Sin embargo, este argumento sólo mira una cara de la moneda. La titularización es una forma de transformar activos, no de eliminarlos. En una titularización los activos transferidos son reemplazados por activos de igual calidad en el balance del originador, en este caso efectivo, aunque con menores requerimientos de capital. Los problemas se presentan cuando la autoridad regulatoria permite reemplazar los activos titularizados por activos de menor calidad, series subordinadas, por ejemplo, sin los respectivos ajustes en términos de riesgo.

3. Reducción de los problemas de información en el mercado de capitales

Uno de los temas de mayor desarrollo en la literatura de mercados de capitales se concentra en los problemas de información que existen en el mercado. Problemas de información asimétrica dan lugar a restricciones en el crédito otorgado en la economía y a mayores tasas de interés para compensar por el menor volumen. La titularización es un mecanismo que contribuye a solucionar estos problemas tal como se hizo referencia anteriormente, a través de la reducción de los costos de monitoreo, la eliminación de problemas de sub-inversión en determinadas regiones y el suministro de información más confiable al mercado..

4. Nuevas fuentes de financiamiento

La titularización provee nuevas alternativas para transferir recursos a sectores con déficit de créditos. Este es el caso de la financiación de pequeñas y medianas empresas, infraestructura o la financiación de la vivienda en muchos países en desarrollo.[19] Asimismo, la diversificación de fuentes de financiamiento genera una mayor competencia en el sistema financiero y, por lo tanto, mayores fuerzas para generar una mayor eficiencia en el desempeño de sus funciones.

5. Desintermediación financiera y desarrollo del mercado de capitales

La titularización no sólo debe ser mirada como una amenaza del sistema de intermediarios financieros, sino como una fuerza transformadora. Tal como afirma Merton y Bodie (1995) los intermediarios y los mercados financieros compiten de manera estática, pero se complementan de manera dinámica. Los mercados financieros tienden a ser sustitutos eficientes cuando: i) los productos tienen términos estandarizados; ii) pueden servir a un número importante de clientes; y iii) son lo suficientemente entendidos por los comisionistas para sentirse cómodos valorándolos. Los intermediarios financieros tienen ventajas comparativas para; i) productos con bajo volumen de transacciones; y ii) "hechos a la medida" del cliente. Por ello, a medida que productos con bajos volúmenes de transacción y hechos a la medida del cliente empiezan a ser estandarizados, conocidos y entendidos por los comisionistas y el público y su volumen de transacción aumenta, los mercados tienden a desarrollar instrumentos que sustituyen a los intermediarios. Sin embargo, esto complementa más que elimina los intermediarios, ya que la creación de estos nuevos productos les permite moverse hacia arriba en la cadena de agregación financiera y ofrecer productos más sofisticados a la medida de sus clientes, que posteriormente podrán ser estandarizados y ofrecidos y comprados en los mercados de manera ágil y sin mayores costos. El éxito de estos nuevos mercados y productos intermediados incentiva los esfuerzos en crear nuevos

[19] Sin embargo, como se hará referencia estos son efectos que tardan en darse, ya que el desarrollo de la titularización es demorado como lo muestra la experiencia internacional.

mercados y productos, generando un espiral hacia el caso teórico de cero-costos de transacción y mercados financieros dinámicamente completo. Si bien la titularización genera un proceso de desintermediación financiera.

6. Eficiencia funcional del mercado de capitales

Diversos modelos han sido desarrollados para explicar cómo la titularización desempeña más eficientemente algunas funciones del mercado de capitales, que otros instrumentos o instituciones financieras. En términos generales, la titularización de activos reduce los costos de financiamiento; redistribuye, diversifica y maneja eficientemente los riesgos de inversión; soluciona problemas de información asimétrica y monitoreo; ofrece una mejor información al mercado acerca de las alternativas de inversión; reduce los costos de transacción; mejora la selección de proyectos de inversión; mejora los mecanismos de conversión de plazos y es un mecanismo efectivo de aglomeración y transferencia de recursos hacia determinados sectores económicos.

En general, como se verá en el próximo capítulo, la experiencia internacional muestra que la titularización de activos ha generado una nueva alternativa de financiamiento para las empresas, que ha desplazado a los intermediarios en el desempeño de la función de financiación en ciertos sectores, aunque al mismo tiempo ha fortalecido los intermediarios en el cumplimiento de otras funciones en las cuales mantienen ventajas comparativas. Esto ha permitido a los bancos concentrarse en las funciones de evaluación y otorgamiento de crédito sin tener que preocuparse por la captación de depósitos. Al mismo tiempo, nuevos intermediarios como las sociedades titularizadoras han surgido como instituciones que jugarán un papel central en el mercado. De la misma manera, el desarrollo de la titularización ha generado las condiciones para el florecimiento de los fondos mutuos de inversión como mecanismos eficientes de aglomeración de recursos, subdivisión de

participaciones y diversificación de riesgos. Como resultado, no sólo la cantidad de la inversión se ve afectada, sino su calidad.

II. TITULARIZACION - EXPERIENCIA INTERNACIONAL

El desarrollo de la titularización no ha sido homogéneo a nivel mundial. Durante quince años la utilización de este instrumento estuvo confinada a los EE.UU., donde nació hace más de un cuarto de siglo en condiciones financieras y regulatorias muy particulares. En contraste, el desarrollo de la titularización en otros países del mundo ha sido mucho más reciente. En Europa Occidental, el segundo mercado de titularizaciones más grande y desarrollado del mundo, las primeras titularizaciones se remontan a mediados de la década pasada. A pesar de que hace bastante tiempo existían formas de titularización en los mercados hipotecarios alemanes y daneses, la titularización en sentido moderno sólo existe en Europa desde 1985 con la primera titularización de cartera hipotecaria en el Reino Unido. Francia, el segundo mercado más dinámico de Europa, apenas introdujo está técnica en 1989.

En países latinoamericanos, como Chile, México y Colombia, se han dado importantes avances en los aspectos regulatorios, aunque el número de emisiones es todavía bastante reducido y el mayor volumen está respaldado por activos individuales, tales como grandes edificios de oficinas. En los países de Europa Central y del Este actualmente se discute el potencial de la titularización para ayudar a resolver los problemas de sus mercados de capitales en transición y formación, aunque todavía no se ha realizado la primera transacción. En Africa, en enero de 1994 se dio la primera titularización de activos de un emisor africano cuando el Banco PTA, un banco de comercio y desarrollo, titularizó su cartera de créditos de exportación a través de la emisión de papeles comerciales.

El siguiente capítulo tiene por objeto hacer una revisión de la experiencia internacional de aquellos países que han logrado importantes avances en la titularización de activos, para identificar diferentes patrones de desarrollo, obstáculos y demoras, secuencias y prerrequisitos necesarios para el desarrollo de este mercado. Por la reciente introducción de la titularización de activos a nivel mundial, las experiencia relevantes se concentran fundamentalmente en tres países: Estados Unidos, el Reino Unido y Francia.

A. EE.UU.

La titularización de activos nació, en su sentido moderno, en los EE.UU. con la primera titularización de créditos hipotecarios de vivienda a inicios de la década del setenta. Hasta la fecha, y por mucho tiempo más, los EE.UU. es y será el mercado de titularizaciones más grande del mundo con emisiones anuales que se acercan a los US$ 500 billones. Hoy en día, la titularización de activos es utilizada por entidades financieras y no-financieras, el grado de innovación financiera en la estructuración de estas operaciones es alto, los tipos de activos titularizados aumenta constantemente. En otras palabras, la titularización se ha convertido en parte integral de la estrategia corporativa y financiera de bancos y empresas no financieras. Tal como afirma la SEC (1992) "(la titularización de activos está) convirtiéndose en una de los mecanismos dominantes de formación de capital en los Estados Unidos".[20]

1. Antecedentes

La consolidación de la titularización de activos como uno de los pilares de la formación de capital en los EE.UU. no ha sido un proceso rápido, simple y sin dolores. A pesar de que sólo hasta hace pocos años la titularización ha empezado a mostrarse como una de las fuerzas de mayor influencia en el desarrollo del mercado de capitales, esto no se ha logrado de la noche a la mañana, sino ha sido el fruto de un proceso que ha tardado más de un cuarto

[20] Investment Company Act, No. 19105, Nov. 19 de 1992.

de siglo. Muchos factores han confluido en su desarrollo, tantos que han hecho de los EE.UU. un caso especial, hasta la fecha, en el mundo.

En general, se puede decir que cinco factores fundamentales han determinado su desarrollo: (a) La crisis del modelo tradicional de financiamiento de vivienda; (b) El proceso de desintermediación financiera; (c) Los programas de apoyo y soporte gubernamental; (d) Un marco regulatorio y legal favorable; (e) El desarrollo tecnológico en el campo financiero

(a) La Crisis del Modelo de Financiamiento para el Sector Vivienda

La crisis de las denominadas Asociaciones de Ahorro y Crédito (S&L's) en la década del setenta constituye el factor más importante que motivó el desarrollo de la titularización en los EE.UU.. Sobre las razones de la crisis y sus lecciones se ha escrito mucho y existe relativo consenso acerca de los factores que la generaron. Fundamentalmente dos factores resultan relevantes. Primero, problemas estructurales inherentes a la manera como el modelo de financiamiento del sector había sido concebido. En particular, la existencia de una brecha entre los plazos y rentabilidades de las operaciones de captación y colocación de estas entidades y su nivel de segmentación regional. Segundo, la desregulación y creciente grado de competencia a que fue expuesta la industria a finales de la década del setenta e inicios de los ochentas.

Hasta la década del setenta, el modelo financiero de los Estados Unidos para proveer recursos financieros hacia el sector vivienda gravitaba exclusivamente alrededor de un instrumento: el crédito hipotecario otorgado por las Asociaciones de Ahorros y Prestamos (S&L's). La práctica normal era otorgar y mantener préstamos a 30 años a tasas fijas, financiados por depósitos a corto plazo garantizados por el gobierno que recibían una tasa de interés que no podían exceder una tasa máxima establecida por la entidad regulatoria

(Regulación Q).[21] La mayoría de los activos de las S&L debían ser por ley préstamos de vivienda y fuertes incentivos tributarios inducían a mantenerlos hasta un 82.5% en el portafolio de estas instituciones.

Con el aumento del nivel y volatilidad de las tasas de interés y el lento proceso de desregulación que experimentó la industria bancaria en la década del setenta e inicios de la década del ochenta, el modelo entró en crisis. El nuevo escenario de altas tasas de interés hizo insostenible el esquema de otorgamiento de préstamos a largo plazo a tasas de mercado financiados con recursos de corto plazo captados a tasas reguladas. Asimismo, la aparición de nuevas instituciones financieras no sujetas a la regulación erosionó los depósitos de las S&L. Adicionalmente, la imposición de requerimientos regulatorios de capital mucho más estrictos para las instituciones bancarias y el aumento de la demanda por vivienda puso a las entidades financieras en el dilema de innovar o morir. Debido a que para las S&L y los bancos resultaba mucho más fácil crecer el volumen de sus activos de lo que podían crecer su capital, estas instituciones se encontraban en el dilema de abandonar el mercado o buscar maneras de sacar activos de sus balances y abrir nuevas posibilidades para continuar creciendo sus actividades como prestamista. La titularización surgió, entonces, como una alternativa para lograr lo segundo. Los créditos hipotecarios de vivienda ofrecían condiciones excepcionales para la titularización debido a las condiciones de los contratos y las características de sus flujos. La oferta de créditos hipotecarios de vivienda era grande y por definición diversificado por prestamista, deudor y región geográfica. Los términos de los contratos eran bastante homogéneos, los patrones de pago eran predecibles y los plazos de maduración correspondían a las diferentes preferencias de un amplio rango de inversionistas institucionales.

[21] Tal como afirma Manolis (1991), esto contrasta con el modelo de financiamiento desarrollado para financiar los activos del gobierno y las empresas, el cual se caracterizaba por la amplia variedad de instrumentos a disposición de inversionistas y emisores.

(b) Desintermediación financiera

El proceso de desintermediación financiera además de precipitar la crisis de las instituciones financieras del sector vivienda, proveyó el "norte" del camino a seguir para superar la crisis. Las emisiones de papeles comerciales constituyeron un precedente valioso para el desarrollo de la titularización, la cual constituyó una extensión de este instrumento a otros activos, sectores y plazos.

Las primeras etapas de desarrollo de la titularización en los EE.UU. se remontan a finales del siglo pasado con las primeras emisiones de papeles comerciales. No obstante, sólo hasta la década del cincuenta se puede hablar de un verdadero proceso de desintermediación financiera, en el sentido moderno, cuando un número significativo de inversionistas institucionales con necesidades de inversión de corto plazo empezaron a mirar más allá de los productos "seguros", pero de baja rentabilidad, ofrecidos por las instituciones financieras y decidieron comprar papeles comerciales ofrecidos por grandes emisores corporativos. Después de dos décadas de evolución, el mercado de papeles comerciales despegó en la década del setenta. El volumen de papeles comerciales transados alcanzó los US$ 34 billones a inicios de esta década, lo que representaba una tercera parte del valor en libros de los préstamos otorgados por los bancos comerciales. Para finales de la década del ochenta las cifras era las contrarias: el mercado de papeles comerciales había crecido a US$ 500 billones, lo que presentaba cerca de dos terceras partes de los préstamos otorgados por los bancos comerciales.

El acceso directo de grandes empresas al mercado de capitales a través de la emisión de papeles comerciales, saltando los mecanismos intermediados de financiación, mostró a muchas entidades financieras dos cosas. Primero, que debían redefinir claramente su negocio e identificar donde se encontraban sus nichos de mercado. Segundo, que ellas mismas podían desintermediar sus fuentes de financiamiento y acceder directamente al mercado

inversionista. Definiendo su objeto como el de otorgamiento y servicio de préstamos, muchas instituciones financieras vieron en la titularización un mecanismo de independizar sus operaciones activas de la captación de ahorros del público. De esta manera, la entidad financiera, como cualquier otra empresa, accedía a los mercados de capitales ofreciendo sus activos, en este caso obligaciones financieras, como alternativas atractivas de inversión. La institución financiera se independizaba de sus operaciones pasivas y eliminaba un paso redundante en la financiación de sus operaciones. De otra parte, este proceso no sólo indicó el camino para muchos emisores, sino que también consolidó las bases para la creación de una demanda financiera sofisticada y con buena información de mercado.

(c) Programas Gubernamentales de Apoyo del Mercado Hipotecario

El desarrollo de la titularización no puede entenderse sin referirse a las agencias gubernamentales y semi-gubernamentales encargadas de desarrollar programas de apoyo y promoción del mercado de hipotecas. Inicialmente estos programas se dedicaron a la compra y venta de créditos hipotecario y el fomento de las actividades del mercado secundario de hipotecas. A partir de la década del setenta las actividades de las agencias gubernamentales se ampliaron a la participación activa en el desarrollo del mercado de titularizaciones, como un mecanismo más efectivo y expedito de dinamizar el mercado hipotecario. A través de la emisión de títulos respaldados en créditos hipotecarios, la creación de portafolios de activos titularizables y la provisión de garantías de pago de créditos hipotecarios, las entidades gubernamentales y semi-gubernamentales encargadas de estos programas se convirtieron en los líderes del mercado de titularización. Desde su inicio los programas gubernamentales dominaron el mercado. Para 1990 los programas federales representaron un 92% del total de titularizaciones del mercado hipotecario de vivienda. Apenas un 8% de las emisiones provenía de emisores privados.

Tres agencias se destacan en estos esfuerzos - Government National Mortgage Association (GNMA), Federal National Mortgage Association (FNMA) y Federal Home Loan Mortgage Corporation (FHLMC). (Para mayor información ver Cuadro # 2 y Anexo # 3).

(d) Marco regulatorio y legal favorable

Las condiciones anteriores no hubieran sido suficientes para el desarrollo de la titularización de activos hipotecarios sin un marco regulatorio, contable y tributario favorable. En contraste a los obstáculos legales que ha enfrentado la titularización en países como Francia y Japón, el marco regulatorio y legal en los EE.UU. buscó desde una posición neutral no entorpecer el desarrollo de estos instrumentos. Sin embargo, cuando fue necesario el gobierno entró a modificar las normas que limitaban el desarrollo de la titularización.

Este fue el caso, por ejemplo, de la reforma tributaria de 1986 que desarrolló el concepto de las Sociedades de Inversión Hipotecaria (REMIC's) para eliminar los desincentivos tributarios que enfrentaba la emisión de Obligaciones de Pago-Directo. Este fue también el caso de la denominada regla 3a-7 que evitó que a los emisores de titularizaciones les fueran aplicadas las restrictivas normas que gobiernan las "compañías de inversión". La reducción de los requisitos de registro para la oferta de títulos emitidos bajo procesos de titularización es otro ejemplo. También se otorgó relativa amplitud en términos contables a aquellas entidades no reguladas para contabilizar la transferencia de los activos titularizados como un "venta efectiva" en los libros del originador.

El número de limitaciones y prohibiciones para la titularización de activos en los EE.UU. es bastante reducido. Entre las principales se encuentra la llamada regulación Sears que hizo inviable la emisión de Certificados de Transferencia Directa de múltiples series[22], restricciones en los inversionistas a los cuales se le puede vender títulos evaluados por

[22] Esta limitación fue eliminada con la reforma tributaria de 1986.

debajo de las condiciones normales de inversión ("non-investment grade") y la prohibición de emisiones en las cuales el repago de los títulos depende del "valor de mercado" de los activos titularizados. (Para mayor profundización ver Anexo #4).

(e) Desarrollo tecnológico

Sin lugar a dudas todo lo anterior no hubiera sido posible sin importantes avances tecnológicos en los últimos 20 años, especialmente en las áreas de procesamiento de información, telecomunicaciones y computación. Estos avances hicieron posible la implementación de muchas innovaciones financieras, cuya idea o concepto existía hace mucho tiempo, pero cuyos costos de implementación las hacía inviables. La tecnología también ayudó a asegurar la implementación de muchas de estas innovaciones a través de una reducción de las barreras de entrada y los costos de transacción en el mundo de la intermediación financiera.[23]

2. Actividad de mercado

Desde la primera titularización de activos a inicios de la década del setenta, el mercado ha estado dominado por la titularización de activos hipotecarios y, en particular, de créditos hipotecarios de vivienda. No obstante, su utilización se ha ido expandiendo a otro tipo de activos — como la propiedad raíz comercial, la cartera comercial de empresas no financieras y la cartera de tarjetas de crédito, entre otras — a medida que los bancos de inversión compiten para desarrollar nuevas y mas eficientes estructuras de titularización que se ajusten a las características de los activos titularizados.

---

[23] No debe olvidarse que la titularización es un proceso costoso tanto en términos de pagos de comisiones y servicios, como en el tiempo y esfuerzo que tiene que invertir el originador en el proceso. Quienes deben tomar la decisión de adelantar un programa de titularización debe ser conscientes que este es un proceso intensivo en el manejo de información y administración de un pool considerable de activos. En los EE.UU. existía la tecnología administrativa y de información para llevarlo a cabo. En otros países como el Reino Unido y Francia, este es un hecho que no fue considerado con mucho cuidado inicialmente y es uno de los factores que más ha demorado el crecimiento de la titularización en estos mercados, además de otros factores.

Tal como se muestra en el cuadro # 3, en 1993 el 87.5% del total de las nuevas emisiones correspondió a títulos respaldados en créditos hipotecarios, de los cuales la mayor parte (98.0%) fue de títulos respaldados en créditos hipotecarios de vivienda y un 2.0% de créditos para la adquisición de propiedades comerciales. La emisión de títulos respaldados en otro tipo de activos, tales como cartera comercial, cartera de tarjetas de crédito y préstamos de automóviles, constituye un creciente segmento del mercado de titularizaciones, aunque en 1993 apenas representaba un 12.5% de la nueva emisiones.

(a) Títulos respaldados en créditos hipotecarios de vivienda

La titularización de activos en el sentido moderno sólo existe desde inicios de la década del setenta cuando se emitió el primer título respaldado con créditos hipotecarios de vivienda garantizados por GNMA. Desde entonces el desarrollo de estos productos ha estado estrechamente ligado con la evolución del mercado de créditos hipotecarios y la cartera de las instituciones financieras.

El crecimiento del mercado ha sido más que espectacular. Durante la década del setenta se emitieron más de US$ 114 billones[24] de títulos, los cuales representaron un 13% del total de créditos hipotecarios vigentes. Para 1987 un 37% de estos créditos fueron titularizados y en 1993 las cifras mostraron que cerca de la mitad (48.0%) de los créditos hipotecarios de vivienda estuvieron financiados con la emisión de titularizaciones. Hoy en día mas de US$ 1.2 trillones[25] de títulos respaldados en créditos de vivienda se encuentran vigentes, en comparación con US $ 1.3 trillones de créditos hipotecarios que son mantenidos en los libros de las instituciones financieras.

Este dinamismo y dominación de la titularización de créditos hipotecarios de vivienda se explica en gran parte por el éxito y dinamismo de los programas gubernamentales de apoyo

[24] Un billón = Mil millones.
[25] Un trillón = un millón de millones.

al mercado hipotecario, a que se hizo referencia anteriormente. Si se miran los datos del mercado por tipo de emisores, las agencias gubernamentales han dominado el mercado desde su inicio. Datos de 1990 muestran que un 92% de los créditos hipotecarios titularizados habían sido emitidos o garantizados por estas agencias. De un total US $ 1.1 trillones de créditos titularizados un 36% correspondían a títulos garantizados por GNMA y un 28% a FNMA y FHLMC, cada una. Apenas un 8% habían sido emitidos por emisores privados[26]. Ver gráfica # 1.

Por el lado de la demanda, este es un mercado de inversionistas institucionales, entre los cuales los bancos comerciales y las asociaciones de ahorro y crédito son los inversionistas principales (19% y 15%, respectivamente). Esto refleja en parte la extensión de los programas federales de swap y la diversificación que muchas instituciones financieras realizan de sus portafolios de activos. Sin embargo, existe una gran diversificación de la base inversionista en este tipo de títulos. La mayor parte de inversionistas (40%) son diferentes que los inversionistas institucionales tradicionales. Por otra parte, los fondos mutuos, los fondos de pensiones y la compañías de seguros tienen una participación representativa en el mercado. Ver gráfica # 2.

Por su desarrollo y tamaño, el mercado de títulos respaldados en créditos hipotecarios de vivienda ha sido el laboratorio y antesala para la introducción de nuevas estructuras financieras. Fue en este mercado donde se introdujo la primera estructura de Certificados de Transferencia directa, los cuales dominaron el mercado de titularizaciones en la década del setenta. También fue donde se introdujo las Obligaciones de Pago Directo y la primera Obligación Colateralizada de múltiples series. Recientemente, nuevos productos como los "Strips", los "Residuos o Residuales" y Títulos Descontados, entre otros, han sido primeros creados para el mercado hipotecario.

[26] Este número es mucho mayor si se tiene en cuenta que GNMA no emite títulos, sino que garantiza muchas emisiones privadas.

Los principales tipos de títulos emitidos bajo procesos de titularización de créditos hipotecarios son: (1) Certificados de Transferencia Directa (CTD - "Pass-throughs"); (2) Bonos Hipotecarios; (3) Obligaciones de Pago Directo (OPD - "Pay-throughs"); (4) Obligaciones Hipotecarias Colateralizadas ("CMO's").

(b) Títulos respaldados en otros activos

El mercado de títulos respaldados en activos diferentes a créditos hipotecarios se inició a comienzos de 1985 con la venta de títulos respaldados en cánones de leasing de equipo. La titularización se expandió luego a los préstamos de automóviles, en mayo de 1985, y a tarjetas de crédito, en enero de 1987. Hoy en día, existen pocas categorías de créditos de consumo que no hayan sido titularizados. Préstamos para la adquisición de hogares móviles, motocicletas, camiones y motos, entre otros, han sido agrupados y vendidos a inversionistas en diferentes estructuras.

A diferencia del mercado de títulos respaldados en créditos hipotecarios, el cual fue iniciado por las agencias gubernamentales, este mercado se ha desarrollado estructura por estructura. Los formatos de emisión de titularizaciones de activos no hipotecarios no están basados en los requerimientos establecidos por una agencia gubernamental, sino en las características individuales de los créditos titularizados. Los bancos de inversión compiten para desarrollar nuevas y más eficientes estructuras de titularización de estos activos, convirtiendo la historia de este mercado en una revisión cronológica de las estructuras y tipos de emisiones (ver cuadro # 4).

Hasta el momento la titularización de la cartera de tarjetas de crédito constituye el grupo de activos de mayor titularización con cerca de US $ 64 billones titularizados. La estructura

utilizada para este tipo de instrumentos utiliza portafolios rotatorios de cartera debido a sus plazos cortos.

Los préstamos de automóviles representaron la mayoría de los activos titularizados durante la segunda mitad de la década del ochenta y hoy en día constituye el segundo grupo de activos de mayor dinamismo, con cerca de US$ 60 billones titularizados. Los créditos de automóviles tienen plazos entre 2 y 6 años, con historiales de prepago muy estables. Desde su introducción, los Certificados de Transferencia Directa ha sido la estructura más utilizada. Por sus características similares, los préstamos para la adquisición de camiones livianos y pesados han sido también titularizados utilizando las mismas estructuras de los anteriores.

En situación similar se encuentran los préstamos para la adquisición de botes y vehículos recreacionales. Ambos tipos de activos también han sido titularizados. Sin embargo, estos activos presentan mayores dificultades que los préstamos de automóviles o camiones por su estacionalidad y patrones de prepago muy sensibles. De otra parte, sus plazos mayores entre 5 y 15 años requieren de contratos de recompra (por un tercero) para reducir el plazo de maduración de los títulos.

La titularización de la cartera de empresas no financieras ha generado gran expectativa como mecanismo de aumentar la rotación de los activos y liberar recursos de capital de trabajo. En el corto plazo, los programas de papeles comerciales han sido muy exitosos para las grandes empresas. Sin embargo, para las pequeñas y medianas empresas la posibilidad de utilización de este instrumento ha sido limitado. En el mediano y largo plazo, las emisiones han sido bastante limitadas y la titularización de este tipo de cartera ha enfrentado problemas en los sistemas de administración e información de la cartera, debido a la diversidad de las cuentas por cobrar y su reducido tamaño individual.

B. EUROPA

Desde mediados de la década pasada, con la primera titularización de créditos hipotecarios realizada en el Reino Unido, el número de emisiones de títulos respaldados en activos ha crecido considerablemente. Las cifras hasta Junio de 1994 muestran que entre 1987 y 1994 un total de 140 emisiones públicas han sido realizadas en seis países europeos. Más de 50 originadores han participado en estas, cuyo valor total es de US $ 34 billones. Un número considerable de emisiones privadas, papeles comerciales e instrumentos híbridos utilizando esta tecnología han sido realizadas.

De los países europeos, el Reino Unido constituye el mercado más grande con un 73% del total de emisiones. Le sigue Francia con un 17% y Suecia con un 5%. Las emisiones en otros mercados no representa hasta el momento más del 5%. (ver gráfica # 3).

Por tipos de activos, la titularización de créditos hipotecarios de vivienda representa mas del 60% de las emisiones vigentes en el mercado europeo. Esto refleja la alta participación del mercado británico, en el cual la titularización de créditos hipotecarios domina el mercado. No obstante, esto no es una constante país a país, como en el caso francés, donde la titularización de créditos de consumo es mayoritaria. Esto resalta una primera diferencia con el mercado de los EE.UU. donde los créditos hipotecarios concentran mucho más las actividades del mercado y representan cerca del 80%.

Una segunda diferencia con el mercado de los EE.UU., es el ritmo de desarrollo del mercado, el cual después de un fuerte comienzo no ha crecido de la forma como se esperaba. El ritmo de desarrollo del mercado europeo ha estado lejos de espectacular y su volumen de emisiones en nada se compara con el observado en los EE.UU. (casi 15 veces mayor).

Esto refleja en gran parte la diferencia de edades de ambos procesos de desarrollo (15 años de diferencia). Sin embargo, también debe tenerse en cuenta las diferentes condiciones en que se han desarrollado ambos mercados. Entre las principales diferencias podemos destacar:

(1) El desarrollo del mercado en Europa ha estado concentrado en un número reducido de emisores, a diferencia del mercado de los EE.UU., donde dado el grado de fragmentación de la industria financiera existe participación de un considerable número de emisores. Esto tiene importantes efectos en el grado de vulnerabilidad del mercado y en la calidad de los productos ofrecidos.

(2) Las fuerzas que llevaron al desarrollo de la titularización de los EE.UU., principalmente las presiones sobre los balances financieros para manejar más eficientemente el capital, no han sido tan fuertes en los mercados europeos. A esto se suma, la existencia de un sistema de intermediación financiera sólido que ofrece créditos a bajos costos que reducen las presiones de oferta y demanda para desarrollar este tipo de productos. A pesar de que el volumen de activos es considerable en varios mercados, muchos de estos no tienen potencial de ser titularizados o no existen los incentivos para hacerlo.

(3) A pesar de que se han logrado importantes progresos, la infraestructura institucional de apoyo del mercado que existió en los EE.UU. no existe en el caso europeo. Esto se traduce en mercados secundarios poco líquidos, poca estandarización contractual, gran heterogeneidad en los portafolios de activos, falta de información histórica detallada, ausencia de garantías estatales y trabas legales, contables y tributarias. Las experiencias de los diferentes países son diversas, aunque ninguna se acerca a tener el tipo de programas gubernamentales y semi-gubernamentales que existen en EE.UU.

(4) Por parte de la demanda, existen tres grandes limitantes que diferencian el caso europeo del de EE.UU. En primer lugar, por el poco desarrollo de los mercados bursátiles en los países europeos, a excepción del Reino Unido, no existe una base inversionista grande, sólida y bien informada que demande este tipo de productos. La familiaridad con este tipo de instrumentos financieros es muy poca, no sólo por parte de los inversionistas, sino de los comisionistas encargados de mercadearlos. En segundo lugar, los costos de utilizar la titularización de activos como un mecanismo de financiación son vistos como muy altos. Esto se debe a que además de los costos legales, comisiones financieras y otro tipo de comisiones, existe un costo poco cuantificable, pero de gran magnitud, representado en la necesidad de cambiar los sistemas administrativos para monitorear los portafolios de activos titularizados y el tiempo administrativo dedicado a estos procesos. El mercado de los EE.UU. ha observado este tipo de problemas en la extensión de la titularización a otro tipo de activos diferentes a los créditos hipotecarios. Sin embargo, en muchos países diferentes a los EE.UU. los estándares de suministro y manejo de información son mucho menores.

(5) Finalmente, la diversidad de características de los mercados europeos hace que exista una enorme diferencia entre el tamaño del mercado de los EE.UU. y los mercados nacionales en Europa. Una gran diversidad regulatoria, legal y financiera hace que el transplante de tecnologías de un mercado a otro sea bastante limitado. Ver gráfica # 4 - Evolución Titularización en Europa.

De todas formas, a pesar de los problemas, importantes avances se han logrado en casi todos estos campos, lo que hace esperar que la titularización se convierta en el futuro en una importante fuente de financiamiento de las empresas financieras y no-financieras europeas.

1. MARCO REGULATORIO

(a) Reino Unido

La titularización en el Reino Unido se ha desarrollado en un ambiente regulatorio y legal amplio, que ha facilitado considerablemente su desarrollo. A diferencia de la mayoría de países, los cuales han encontrado considerables obstáculos legales para incorporar y acoplar la titularización dentro de la estructura legal existente — tal como Francia o Japón, entre muchos otros —, en el Reino Unido la titularización se ha desarrollado en un ambiente de total libertad. La utilización de un sistema de derecho común en los países anglosajones ha permitido la creación de complejas estructuras legales que todavía no se observan en otros países con sistemas de derecho continental.

En la legislación del Reino Unido los instrumentos financieros no se encuentran regulados, sino sus originadores y, por lo tanto, las instituciones reguladores juegan un papel fundamental en traer muchas transacciones al mercado. También debido a que la mayoría de estos instrumentos se encuentran listados en Bolsa, también existen requerimientos de información y de emisión para la oferta pública de estos títulos. (Ver Anexo # 5 para un mayor análisis).

(b) Francia

El marco regulatorio y legal de la titularización en Francia se encuentra consagrado en dos leyes fundamentalmente. La primera la ley 88-1201 de 1988 permitió la titularización de activos y determinó los mecanismos y estructuras permitidas para su realización. La ley 93-1444 de 1993 que modificó la anterior e introdujo una mayor amplitud en la utilización de la titularización.

La ley 88-1202 de 1988, suplementada por el decreto 89-158 de 1989, introdujo la titularización en Francia a través de la creación de un nuevo tipo de fondo de inversión, los Fonds Commun de Creances (de aquí en adelante FCC). Los FCC son el vehículo que adquiere los activos a ser titularizados y un nuevo instrumento negociable, las

participaciones en este FCC, son ofrecidos en los mercados financieros para financiar la adquisición de los activos por parte del FCC.

La estructura de una operación típica de titularización en Francia ha estado inspirada en las técnicas utilizadas en los países anglosajones. Sin embargo, ésta no ha sido tan popular, como en aquellos países, ya que ésta no es una estructura flexible que pueda ser ajustada las necesidades de cada originador. (Ver Anexo # 6 para un mayor análisis).

Ver Anexos # 7 y 8 para conocer casos como Hungría y Japón.

C. CONCLUSIONES

La divergencia en la forma y ritmo de desarrollo de la titularización en el mundo se explica fundamentalmente por la divergencia entre países de las condiciones, estructuras y niveles de desarrollo de los mercados financieros, las cuales han sido mucho más favorables en el caso de los EE.UU. Por ello, a pesar de que muchos banqueros y reguladores en el mundo han observado los procesos de titularización en los EE.UU. con admiración, lo han hecho con un alto grado de prudencia. Ahora que muchos bancos e instituciones financieras de Europa y otras naciones desarrolladas empiezan a enfrentar las mismas condiciones que enfrentaron sus similares en los EE.UU. hace varios años — la reducción de los márgenes de rentabilidad, presiones para un manejo más eficiente del capital, competencia en la captación de recursos, mayores estándares de capital requerido y problemas de concentración de riesgos en las carteras —, puede esperarse un aumento en el desarrollo de la titularización de estos mercados adaptada a las condiciones y características de cada uno, pues no debe olvidarse que la experiencia de los EE.UU. no se puede reproducir exactamente en otro país con condiciones estructurales diferentes.

A pesar de que las presiones y las condiciones pueden ser las mismas, existen muchas diferencias entre los EE.UU. y otros países. En primer lugar, la industria bancaria en los EE.UU. está altamente fragmentada entre muchas instituciones financieras locales, en oposición a unos pocos bancos dominantes en muchos otros países europeos y latinoamericanos. En segundo lugar, la titularización se creó en los EE.UU. como una estrategia de sobrevivencia; la titularización de activos fue una respuesta a la crisis bancaria generada por un mal manejo institucional y la intensa competencia generada por la desregulación y desintermediación del sector bancario. Antes de ser una estrategia corporativa, la titularización fue una respuesta a las presiones sobre la rentabilidad y el capital de las instituciones financieras. En tercer lugar, el desarrollo de la titularización se apoyó sobre una infraestructura institucional creada hace varias décadas y en un mercado inversionista bien desarrollado e informado, que no existe en ningún otro país del mundo. En cuarto lugar y último lugar, el ambiente regulatorio, contable y tributario estaba claramente establecido en los EE.UU., en contraste a normas heterogéneas y descoordinadas en otros países.

Por todo lo anterior, se puede decir que el éxito de la titularización en los EE.UU., aunque constituye un buen ejemplo para otros países, requiere de adaptaciones a las características de cada mercado.

III. LA TITULARIZACION EN COLOMBIA

A. EVOLUCION NORMATIVA

1. Reglamentación jurídica de la titularización

El fenómeno de la titularización de activos, aparece en la legislación colombiana para permitir casos específicos que resultaban necesarios dentro de legislaciones sobre materias diferentes al mercado de valores, como fue el caso de la Resolución 51 de 1991 emitida por el Conpes sobre inversión extranjera, donde en su Artículo 59 para hacer

posible la utilización de mecanismos como los ADR (American Depository Right) o GDR (Global Depository Right), se permitió la emisión de unidades o certificados de participación sobre fondos constituidos por fiducia mercantil o encargo fiduciario o contratos análogos, cuyo patrimonio estuviera representado por acciones o bonos. También puede mencionarse la Ley 3 de 1991 que creó el sistema nacional de vivienda de interés social, la cual en su Artículo 26 permitió a las fiduciarias emitir títulos de deuda con respaldo en inmuebles para la financiación de proyectos de construcción. Sin embargo, la primera norma que pretende regular integralmente la titularización como un mecanismo del mercado de capitales fue la Resolución 645 de 1992, a partir de la cual se han sucedido diversas normas con las cuales se ha buscado adaptar oportunamente la legislación a las necesidades del mercado.

Tales normas han regulado desde el punto de vista sustancial, los siguientes aspectos: Las vías jurídicas para la titularización y las entidades autorizadas para actuar como agentes de manejo, activos titularizables, mecanismo o, clases de títulos emitibles, cobertura exigida y mecanismos para realizarla así como algunos otros aspectos sobre plazos y otras restricciones. A continuación analizaremos cada uno de estos temas y su evolución en las diversas disposiciones.

(a) Mecanismos o vías jurídicas para la titularización y el agente de manejo

En Colombia, la solución para la separación de los activos del patrimonio del originador y su manejo, se encontró en la figura de la fiducia mercantil, mediante la cual los activos forman un patrimonio autónomo, representado por una sociedad fiduciaria. Tal figura reemplaza a las entidades de objeto exclusivo o las sociedades titularizadoras, que, como ya se vio ha sido el vehículo principal empleado en los EE.UU. y otros mercados desarrollados.

Las diversas normas sobre titularización han coincidido en establecer el contrato de fiducia mercantil irrevocable como la vía jurídica típica para llevar a cabo el proceso. Tal fiducia mercantil puede efectuarse, de acuerdo con las características del proceso respectivo, como fondo común, casos para los cuales deberá obtenerse las autorizaciones respectivas de la Superintendencia Bancaria. Para los casos de las entidades públicas se prevé la utilización de la llamada fiducia pública de que trata el parágrafo 2o del Artículo 41 de la Ley 80 de 1993, contrato en el cual no existe transferencia de la propiedad del activo, por lo cual la fiduciaria tendrá que ejercer los derechos en nombre de la entidad pública, recaudar los flujos financieros y atender con ellos los compromisos adquiridos con los inversionistas. La utilización de la fiducia pública como mecanismo substitutivo de la fiducia mercantil, en tratándose de entidades sujetas al estatuto de contratación pública, no obstante las desventajas que para el proceso representa, se debió, seguramente, a la interpretación según la cual la Ley 80 antes nombrada prohibía para las entidades a las cuales se aplica la utilización de la fiducia mercantil. Ante la reciente sentencia de la Corte Suprema de Justicia que interpretó en diferente forma la Ley 80, en el sentido que lo que hizo dicha norma fue tipificar un nuevo contrato, la fiducia pública, sin prohibir la celebración de la fiducia mercantil , valdría la pena aclarar así sea por vía de circular interpretativa, que este último contrato también podría utilizarse por las entidades públicas, cuando lo consideren conveniente.

A la fiduciaria como agente de manejo (o la sociedad comisionista de bolsa en su caso) le corresponde: Constituir el patrimonio autónomo o el fondo con los bienes que van a ser titularizados, solicitar las autorizaciones a las autoridades de vigilancia competentes, emitir los títulos, recaudar los dineros correspondientes a su colocación en el mercado y entregarlos al originador, ejercer los derechos sobre el activo y administrar los flujos generados por ellos, cumplir con las obligaciones emanadas de los títulos y las que

corresponden a los derechos del originador Puede también el agente de manejo estar encargado de la custodia y conservación del activo titularizado y de su administración y recaudo de los flujos correspondientes. Esta función de administración también puede ser encomendada a la misma originadora o un tercero, aunque la responsabilidad del proceso continúa, en todo caso, estando en cabeza del agente de manejo.

La figura de las sociedades titularizadoras ha sido propuesta para el caso colombiano como una opción adicional a la de los patrimonios autónomos fiduciarios. La principal ventaja de autorizar la creación de las sociedades titularizadoras sería que su especialización permitiría desarrollar más desaceleradamente la técnica necesaria para estos procesos, de por sí compleja, y, por otra parte, se piensa que al ser su objeto exclusivo podrían contribuir de manera mas eficaz a la promoción de la figura en el mercado.

A favor de mantener las sociedades fiduciarias como las únicas autorizadas para ser agentes de manejo en las titularizaciones se pueden presentar los siguientes argumentos: (a) La función de agente de manejo encaja en forma singularmente perfecta dentro de la definición de fiducia mercantil del Código de Comercio que en su Artículo 1226 dice: "La fiducia mercantil es un negocio jurídico en virtud del cual una persona, llamado fiduciante o fideicomitente, transfiere uno o más bienes especificados a otra, llamada fiduciario, quien se obliga a administrarlos o enajenarlos para cumplir una finalidad determinada por el constituyente, en provecho de este o de un tercero llamado beneficiario o fideicomisario. Una persona puede ser al mismo tiempo fiduciante y beneficiario". El Artículo 1226 del Código de Comercio, antes mencionado, modificado por el Art. 118 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero establece la exclusividad para las sociedades fiduciarias del desarrollo de operaciones fiduciarias, por las delicadas responsabilidades que ellas implican y por tanto la conveniencia de que

existan entidades especializadas sobre las que el estado ejerza vigilancia. (b) en Colombia, a raíz del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, el sistema de las fiduciarias ha tenido un vertiginoso desarrollo, existiendo en la actualidad 42 entidades de este tipo, al punto que la oferta de los servicios fiduciarios excede claramente a la demanda. (c) Los fundamentos técnicos y operativos que requieren los procesos de titularización pueden lograrse convenientemente a través de fiduciarias especializadas en este proceso, lo que constituiría una buena opción para algunas de ellas, o bien a través de divisiones especializadas dentro de fiduciarias mas universales. Los requisitos técnicos y operativos que se requieren pueden y deben ser controlados por la Superintendencia Bancaria, la cual tiene las facultades para el efecto. (d) La figura de la fiducia mercantil tiene suficiente desarrollo legal, reglamentario, doctrinal y aún jurisprudencial, representando una base jurídica sólida para el desarrollo de la titularización.

Ahora conviene analizar la controversia suscitada alrededor de la posibilidad de que una fiduciaria vinculada al mismo grupo de la entidad originadora ejerza las funciones de agente de manejo. La dificultad se presenta por cuanto puede presentarse un conflicto de intereses, cuando en un momento dado los derechos de los inversionistas y los del originador se contrapongan. Por otra parte, los originadores, especialmente en los casos de titularizaciones de cartera, se han mostrado particularmente interesados en que el agente de manejo sea la fiduciaria de su grupo, por cuanto muchos secretos comerciales o información privilegiada son necesariamente conocidos por este en el desarrollo de sus funciones, y las principales fiduciarias pertenecen a grupos competidores. Baste mencionar que la cartera titularizada normalmente es la de sus mejores clientes, y es deber de la fiduciaria analizarla detalladamente. La Superintendencia Bancaria, a quien corresponde dirimir conflictos de intereses surgidos en desarrollo de los negocios fiduciarios, ha permitido a las fiduciarias del mismo grupo ejercer las funciones de

agentes de manejo pero ha exigido para estos casos la designación de una entidad independiente que represente a los inversionistas como representante legal de tenedores, asimilando la figura establecida para las emisiones de bonos ordinarios. La solución ha sido aceptada tanto por los emisores como por los inversionistas, no obstante el incremento en los costos del proceso que ella implica.

Sin desconocer las ventajas de la solución adoptada por la Superintendencia, entre otras la importantísima de haber sido aceptada por el mercado, consideramos preferible para el futuro del mecanismo, fortalecer la institución de agente de manejo definiendo su total independencia del originador. Para minimizar el riesgo de que los intereses del originador sean afectados por dolo o descuido de la fiduciaria, además de destacar los deberes de lealtad ya consagrados en las normas vigentes, podrían establecerse medidas como: La Superintendencia podría establecer como requisito para ejercer en general la función de agente de manejo, la necesidad de solicitar ante ella un permiso especial, el cual sería concedido previa la demostración de cumplir con los requisitos técnicos y operativos y el diseño de mecanismos para proteger los intereses comerciales de los originadores. Estos a su vez además de poder escoger entre múltiples opciones aquella que mejor proteja sus intereses, podrían establecer en los respectivos contratos una responsabilidad especial de la fiduciaria para este caso, por ejemplo elevándola hasta la culpa levísima, y estableciendo indemnizaciones prefijadas.

Las ventajas de una solución como la propuesta serían: a) Se eliminaría el riesgo de la ocurrencia de este tipo de conflicto de intereses. b) se disminuiría el riesgo para el originador de tener que responder por riesgos transferidos a los inversionistas. c) se facilitaría el desarrollo de figuras como, la rotación de cartera u otro activo titularizado, donde la independencia del agente de manejo, garantizaría a los inversionistas una adecuada selección de los nuevos activos. d) se crearía un mercado para el servicio de

agente de manejo, donde el éxito estaría determinado por la calidad técnica y profesional de las fiduciarias competidoras, y no por los vínculos con el originador. e) se disminuirían los costos del proceso.

Se establece también como vía jurídica para la titularización la constitución de fondos de valores por parte de los comisionistas de bolsa, para el caso excepcional de que estos sean agentes de manejo en titularizaciones de esta clase. El Artículo 1o de la Resolución 608 de la presidencia de la Comisión Nacional de Valores, transformada posteriormente en Superintendencia, define estos fondos así: "Para efecto de lo dispuesto por esta Resolución, un fondo de valores es una cartera constituida y administrada por una sociedad comisionista de bolsa, de la cual cada suscriptor es propietario de partes alícuotas y cuyo objeto es estimular y desarrollar el mercado de valores. Los bienes del fondo de valores no constituyen parte de la prenda general de los acreedores de la sociedad comisionista y por consiguiente, están excluidos de la masa de bienes de la sociedad comisionista de conformidad con los decretos 2216 y 2217 de 1982."

(b) Títulos emitibles

La primera característica que es importante destacar es la asimilación de los títulos emitidos a títulos valores, que permite su circulación en el mercado por los mecanismos propios de estos títulos, sin lo cual la utilización de los procesos de titularización dentro del ambiente bursátil sería imposible o, por lo menos muy limitada. Inicialmente, la Resolución 645 de 1992 ideó figuras jurídicas que permitían su circulación en similar forma a las de los títulos valores como la consagrada en el numeral 6. de su articulo 5o cuyo texto era el siguiente: "Los títulos que se emitan en desarrollo de los mecanismos contemplados en la presente Resolución, deberán ajustarse al cumplimiento de las siguientes condiciones.....que en el respectivo documento se precise que, salvo el derecho de invocar la nulidad del respectivo negocio, toda persona que llegue a ser parte

en el contrato acepta que las prestaciones propias del mismo se cumplan, por parte del agente de manejo de la titularización, en favor de cualquier persona que formalmente aparezca como endosataria de buena fe exenta de culpa."

"En el caso de los títulos nominativos su transferencia requerirá de inscripción en el registro que al efecto lleve el agente de manejo de la titularización. Igualmente debe estipularse que la sociedad administradora del fondo o el patrimonio renuncia al derecho de invocar frente al adquirente del documento cualquier excepción que no conste en el título, salvo la nulidad del respectivo negocio las excepciones a la acción cambiaria consagradas en el articulo 784 del Código de Comercio. "No obstante, estas disposiciones no dejaron de producir dudas sobre su seguridad y, aún, su validez jurídica, lo cual solo pudo solucionarse después de la Ley 35 de 1992 y del Decreto 653 de 1993, Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores. En efecto, a partir de la Resolución 1394 de 1993, la Sala General de la Superintendencia de Valores, haciendo uso de la atribución consagrada por el Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores en el Artículo 4.1.2.2, numeral 1, específicamente estableció, que los títulos emitidos en los procesos de titularizaciones tendrían el carácter y los atributos de los títulos valores, pudiendo negociarse de acuerdo a la ley de circulación de los títulos nominativos o la de los títulos a la orden . De esta manera, tales títulos pudieron emitirse y circular con todas las garantías y las ventajas consagradas por la legislación para los títulos valores.

Las normas han establecido las dos modalidades típicas de títulos ya definidas en el primer capítulo de este documento, a saber: Los títulos corporativos o de participación y los de contenido crediticio.

(c) Indices de riesgo y márgenes de cobertura

Para los procesos de titularización de cartera o de otros activos generadores de flujo es necesario elaborar estudios para determinar el valor probable de pérdida o desviación de los flujos proyectados. Para su determinación deben tenerse en cuenta estadísticas históricas sobre el comportamiento del activo titularizado y de otros activos de la misma naturaleza del originador, ponderación de factores que disminuyen o agravan el riesgo, como la existencia de garantías o la historia del cliente y posibles comportamientos futuros ante posibles cambios del entorno. Consideramos que el criterio que debe tenerse para la determinación del índice debe ser la de calcular las pérdidas que el activo presentará dentro de las condiciones previsibles y no la de establecer el máximo porcentaje de pérdida, lo que podría desvirtuar el proceso y generar confusiones en el mercado. La mayor o menor seguridad que la norma o el originador quiera otorgar al inversionista deberán plasmarse en los márgenes de cobertura y en los mecanismos de seguridad, y será apreciada por la sociedad calificadora de riesgos. En este sentido nos parece que las normas no han sido lo suficientemente claras y su redacción podría llevar a sobre estimar los índices de riego cuando establecen factores para su determinación como, "la metodología ponderará tanto el comportamiento promedio de la cartera como los casos extremos de siniestro" y "consideración de riesgos previsibles en el futuro; tales como máxima pérdida posible en escenarios de depresión económica".[27]

Los márgenes de cobertura del índice de riesgo, fijados por las normas, marcan el mayor o menor grado de flexibilidad que se le quiera dar al instrumento y la protección que el estado quiera darle a los inversionistas. En este sentido, como era previsible, las primeras normas fueron estrictas y han ido liberándose como puede apreciarse en el Anexo # 9. Actualmente el margen exigido es de una vez y media el índice de riesgo y, en los casos de emisiones para el segundo mercado o mercado balcón no existen requisitos de cobertura.

[27] Resolución 400 de la Superintendencia de Valores de 1995, Artículo 1342.

(d) Mecanismos de seguridad o apoyo crediticio

Los mecanismos de seguridad prescritos en la norma marcan también la mayor flexibilidad que se le quiera dar al instrumento y su evolución ha tenido la misma tendencia de los márgenes de cobertura. Las normas los clasifican en dos categorías: mecanismos internos, cuando las seguridades quedan incorporadas al mismo patrimonio autónomo o correspondan a obligaciones del originador, y mecanismos externos cuando las garantías permanecen fuera del patrimonio autónomo garantizándolo o corresponde a obligaciones de terceros. En el Anexo # 9 puede apreciarse los diversos mecanismos que han establecido las normas.

Actualmente, las normas prevén una gama de mecanismos suficientemente amplia, de manera que pueden estructurarse sin dificultad por este concepto cualquier proceso de tiularización.

(e) Activos titularizables

Las normas autorizan la titularización de cualquiera de los activos que tiene alguna importancia dentro de los mercados internacionales. Adicionalmente, a partir de la Resolución 1394 de 1993, el Superintendente de Valores, previo concepto de la Sala General, puede autorizar procesos sobre bienes diferentes a los contemplados en las normas. En consecuencia puede afirmarse que Colombia, a diferencia de otros mercados, no existe limitaciones en cuanto a los tipos de activos titularizables. La evolución al respecto también puede apreciarse en el Anexo # 9.

En general podemos afirmar que Colombia cuenta hoy con un marco sustantivo legal suficiente para el desarrollo del instrumento y, si bien, pueden existir ajustes para mejorarlo, todas las bases necesarias han sido ya establecidas.

2. Reglamentación contable

La característica diferenciadora de las titularizaciones de activos con otros instrumentos del mercado de capitales es la separación de los riesgos que representan tales activos de los del resto de la empresa y su distribución entre inversionistas, garantes y los propios originadores, de manera que cada quién de acuerdo con la estructura de la operación asume unos riesgos específicos y se aísla de los demás.

La forma como las legislaciones faciliten, dificulten o prohiban tal propósito, marcará las posibilidades de desarrollo de este mecanismo. Dos aspectos principales se discuten al respecto: El tratamiento de la operación como una verdadera venta o como una operación de crédito y la consecuente consolidación de los activos titularizados y sus respectivos pasivos con los del resto de la empresa originadora en caso de situaciones de iliquidez o insolvencia de esta, y el retiro de tales activos y pasivos del balance de la originadora para efectos del análisis del riesgo de esta y del cumplimiento de las regulaciones a que esta sometida. En el capitulo II se expuso el tratamiento que a estos dos temas dan las legislaciones de los países mas importantes en materia de titularización.

En Colombia, la separación de los activos titularizados del patrimonio de la empresa originadora se encuentra suficientemente definida mediante la utilización de la fiducia mercantil y, en consecuencia, la constitución de un patrimonio autónomo, como la vía jurídica para realizar la titularización. Tal vía consagrada por el articulo 1226 del Código de Comercio, antes citado, cuenta con abundante respaldo doctrinal y jurisprudencial constituyendo una base sólida para lograr los objetivos de la titularización.

Las reglamentaciones contables son de reciente aparición y solamente referidas a las titularizaciones de cartera de entidades del sistema financiero, las ultimas de las cuales son el decreto 1555 del 15 de septiembre de 1995 y las circulares de la Superintendencia Bancaria números 91 y 92 del mismo año, cuyos lineamientos básicos pasamos a exponer.

Las normas citadas se refieren en forma separada a las implicaciones contables y a su tratamiento para la ponderación de los activos por riesgo.

(a) Implicaciones contables

(1) Una vez trasladada la cartera a la fiduciaria y constituido el patrimonio autónomo, se produce un traslado en las cuentas del activo a una nueva subcuenta de derechos fiduciarios. En caso de que la cartera sea trasladada por mayor valor al que está contabilizada, este mayor valor se contabiliza como un activo diferido y se resta de la cuenta de derechos fiduciarios. En caso de que la cartera sea trasladado por menor valor, este menor valor se imputará como pérdida en venta de cartera;

(2) Cuando el originador retenga riesgos de pérdida a través de mecanismos de cobertura internos, o deba responder de alguna forma por las pérdidas imputables a mecanismos de seguridad externos, deberá afectar su estado de pérdidas y ganancias constituyendo una provisión equivalente al 75% del índice de siniestralidad calculado para los activos titularizados. Esta provisión debe mantenerse hasta la liquidación del patrimonio autónomo, una vez finalizada la titularización;

(3) Una vez se han colocado los títulos y el originador ha recibido los recursos correspondientes, se diminuye la cuenta del activo de derechos fiduciarios y se contabiliza en el P y G el activo diferido correspondiente al mayor valor de la cartera;

siempre que se constituya en una operación de intercambio definitivo y se hayan transferido al patrimonio autónomo los riesgos y beneficios derivados de la propiedad y posesión de la cartera. En caso contrario, los recursos recibidos se contabilizan como un pasivo y se mantiene la contabilidad en el activo de los derechos fiduciarios; y

(4) Desde el punto de vista del inversionista, los títulos se contabilizan en el rubro de inversiones y su valoración se hace conforme a las normas de la resolución 200 de 1995. En el caso de los títulos subordinados, cuando el adquirente no es el originador, su valor contabilizado no podrá ser superior a su valor nominal deducida la porción correspondiente al 75% del índice de siniestralidad.

(b) Tratamiento en cuanto a la ponderación de los activos por su nivel de riesgo

(1) El decreto 1555 estableció como criterio que los derechos fiduciarios ponderarían por riesgo de acuerdo con los activos subyacentes y que una vez colocados los títulos podían disminuirse o eliminarse, siempre que los mecanismos de cobertura disminuyeran o eliminaran para el originador los riesgos de perdida, o cuando el mismo se haya revelado y reconocido contablemente en su integridad, de acuerdo a las instituciones de la Superintendencia Bancaria;

(2) Las circulares de la Superintendencia Bancaria establecieron que los derechos fiduciarios que posean los establecimientos de crédito, bien sea por que aún no se hayan colocado los títulos en el mercado o que correspondan a los mecanismos de cobertura, se ponderan en la categoría que corresponda al activo subyacente. Igual tratamiento se le da a los títulos adquiridos en procesos de los cuales sean los originadores, sean o no títulos subordinados;

(3) Una vez colocados los títulos, el valor ponderado de los derechos fiduciarios se reduce en una proporción equivalente a la que resulte de dividir el monto provisionado por el valor del mecanismo de seguridad requerido de acuerdo con la resolución 400 de la Superintendencia de Valores (150% el índice de siniestralidad). De esta forma al provisionar el monto ordenado por la resolución 91, o sea el 75% del índice de siniestralidad, podría reducirse un 50% el valor ponderado de los derechos fiduciarios. Para reducirlo en su totalidad se requiere provisionar el monto total del mecanismo de seguridad requerido, o sea el 150% del índice de siniestralidad;

(4) Los títulos adquiridos por entidades diferentes a la originadora ponderarán de acuerdo con su calificación así:

- Calificados con "A-" o calificación mayor, si son de mediano o largo plazo y "D1-" o calificación mayor si son de corto plazo: categoría II, 20%
- Calificados con "BBB-", "D2", o superiores : categoría III, 50%
- Títulos con calificaciones diferentes o sin calificación : Categoría IV, 80%

(c) Análisis comparativo de la situación contable y de activos ponderados por riesgo de una entidad financiera que ha efectuado una titularización de cartera:

A continuación hacemos una comparación de la situación contable y de activos ponderados por riesgo de una entidad financiera habiendo efectuado una titularización de cartera, con relación a la que presentaría en caso de no hacerla, suponiendo que se cumplen los requisitos para sacar del activo ponderado por riesgo el valor de los derechos fiduciarios y que se constituye provisión por el 150% del índice de siniestralidad.[28]

[28]Datos suministrados por la Corporación de Ahorro y Vivienda Colmena sobre la nueva titularización que está estructurando.

(1) Supuestos

Con el propósito de facilitar el cálculo, el ejercicio se hace con un valor supuesto de cartera a titularizar de $100. Los demás datos corresponden a los suministrados por la entidad financiera que planea la titularización.

- Activo titularizado $100 de carera hipotecaria
- Ponderación del activo 50%
- Índice de siniestralidad 3.53%
- Mecanismo de seguridad $5.30 de títulos subordinados
- Relación de solvencia 9%
- Plazo de los títulos acorde con los vencimientos de la cartera

  1, 2 , 3, 4, 5 años
- Proyección de provisiones para cada período, según su experiencia

  0.002%, 0.004%, 0.34%, 1.67%, 2.75%

(2) Comparación de patrimonio requerido mas provisiones

En el cuadro # 5 se presenta el cálculo para 5 años del patrimonio requerido y la provisión que debe hacer la Corporación de Ahorro y Vivienda que estudia la titularización de su cartera hipotecaria para los casos en que no realice la titularización y si la realice. Cuando la Corporación no realiza titularización debe aumentar su patrimonio de acuerdo al crecimiento de sus activos de riesgo y debe generar las provisiones correspondientes a las carteras que se encuentren vencidas aplicando la norma respectiva. Bajo los supuestos de la Corporación de Ahorro y Vivienda que se estudia, si ésta planea aumentar su activo de riesgo en $100 pesos, requiere mantener entre patrimonio y provisiones una inversión de $4.502 para el primer año y de ahí en adelante hasta el año quinto de $3.60, $3.04, $3.4 y $3.65. En el caso de que planee titularizar cartera por $100, no debe aumentar su patrimonio para recolocar estos $100 pero debe mantener una provisión de $5.3.

En conclusión, una Corporación de Ahorro y Vivienda con un índice de siniestralidad standard (3.53%), al efectuar una titularización de cartera, deberá mantener una provisión que resulta superior a los requeridos de patrimonio y provisiones que tenía antes de la titularización.

(d) Consideraciones sobre la reglamentación

Para poder analizar las disposiciones recientemente expedidas es necesario tener en cuenta el sentido de los requerimientos de patrimonio y de provisiones en las instituciones financieras, así como el de los índices de siniestralidad de las titularizaciones.

(1) Dentro de las razones por las cuales las entidades reguladoras exigen índices de solvencia a los bancos y demás entidades financieras, la principal es la de proteger a los depósitos del público a través de la absorción por tal patrimonio de las posibles pérdidas en que pueda incurrir la entidad. Las pérdidas en una entidad financiera, además de las comunes a otras empresas de excesos en sus gastos de operación, provienen de riesgos típicos de su función de intermediación financiera. Estos riesgos son: 1) pérdidas de créditos en un porcentaje superior al normal asumido por su margen financiero, 2) pérdidas por aumentos en las tasas de captación cuando las de colocación son fijas o tiene límites. 3) pérdidas por cambio en las tasas de cambio, cuando existen activos en una moneda fondeados con pasivos en otra moneda, 4) pérdidas por situaciones de iliquidez, cuando los plazos de las colocaciones son superiores a los de las captaciones y se produce una baja de depósitos. En estos eventos la institución financiera debe acudir a créditos, bien sea de los bancos centrales o de otras instituciones financieras a tasas superiores a la de las captaciones ordinarias, o proceder a realizar apresuradamente activos ilíquidos con las pérdidas que tales negociaciones

producen. La forma como las operaciones financieras están expuestas a los riesgos anotados difieren de acuerdo a las circunstancias propias de cada activo y la forma como se encuentra fondeado. Así por ejemplo, una cartera bancaria de consumo de corto plazo fondeada con depósitos también de corto plazo, estará expuesta principalmente a los riegos de pérdida de cartera y muy poco a los demás riesgos; mientras que una cartera hipotecaria para adquisición de vivienda, con una adecuada cobertura de la garantía frente al crédito, fondeada con recursos de corto plazo, estará expuesta principalmente a pérdidas por cambios en las tasas de interés y por situaciones de iliquidez y muy poco a pérdidas de cartera.

La relación de activos ponderados por riesgo frente a patrimonio, de acuerdo con las reglas de Basilea, buscan establecer el patrimonio adecuado, para proteger a la institución y al público depositante de los riesgos en general de pérdida de los activos, según la experiencia internacional. En Colombia tal relación es más estricta que los parámetros del acuerdo de Basilea, sin que sea claro si esto obedece a que se considera el riesgo en Colombia superior al promedio internacional, o que se busca a una protección contra otros riesgos.

Las provisiones de cartera reflejan en el estado de pérdidas y ganancias el riesgo de pérdida inminente en que se encuentra un activo en particular, por la disminución de la capacidad de pago del deudor y el deterioro de sus garantías. En el caso Colombiano el régimen de provisiones se encuentra reglamentado por la resolución 2053 y las que la han modificado, siendo un régimen estricto en términos internacionales.

(2) Los índices de siniestralidad no se encuentran definidos en las normas sobre titularización, ni está definida la metodología para su cálculo. Sin embargo, la resolución 400 enumera una serie de criterios que deben ser tenidos en cuenta, que como

se dijo anteriormente tienden a que el índice refleje no solo el máximo de pérdida probable de cartera, sino las posibilidades de desviación de los flujos previstos. Esta última consideración es especialmente enfatizada por la Calificadora de Valores, acorde con su metodología de valoración de un titulo, en la cual su calidad depende de la probabilidad de su pago en la fecha prevista. En cuanto a su característica de prever el máximo de pérdida probable, podría asimilarse para una conjunto de activos en particular, al criterio tenido en cuenta por Basilea para establecer la relación de activos ponderados por riesgo frente a patrimonio. En cuanto a la previsión de desviaciones del flujo, el índice de siniestralidad va mas allá de los criterios de Basilea

El criterio establecido en el decreto 1555 estaría acorde con las legislaciones que buscan facilitar la operación de titularización en cuanto no exige para retirar los activos de la ponderación por riesgo la eliminación total de los riesgos para el originador sino su reconocimiento contable. Sin embargo, la forma como las circulares de la Superintendencia Bancaria desarrollaron el decreto por su cuantificación, excedieron el espíritu del decreto y, aparentemente, buscaron sustituir con provisiones los requerimientos de patrimonio. En nuestro criterio, dichas circulares presentan los siguientes inconvenientes.

Al emplear el índice de siniestralidad como parámetro para hacer las provisiones se está mezclando un instrumento que mide un riesgo general extremo, no solo de pérdida sino de desviación del flujo, a que están sometidos los activos titularizados, con una previsión para reflejar un riesgo inminente de pérdida de los activos.

Al indicar la necesidad de constituir una provisión por el 150% de dicho índice se estaría, por un lado, permitiendo una provisión antitécnica, claramente excedida, y por

otro superando en muchos casos los respaldos exigidos por la norma a través de los requerimientos de patrimonio.

En nuestro concepto, las normas podrían reconocer que la titularización implica un estudio pormenorizado de los riesgos de un conjunto especifico de activos, los cuales se han separado efectivamente del patrimonio del originador, lo cual permite apartarse de las previsiones establecidas de acuerdo con unos riesgos generales del mercado. En este sentido, podría establecerse una provisión de acuerdo al cálculo del riesgo de pérdida, el cual podría separarse dentro del índice de siniestralidad del de desviación del flujo, y una vez realizada ésta, permitir retirar los derechos fiduciarios de los activos ponderados por riesgo.

B. EVALUACION EXPERIENCIA ACTUAL

La titularización en Colombia se ha concentrado en tres tipos de activos: cartera de instituciones financieras, cartera de empresas industriales y comerciales y proyectos inmobiliarios.

Se han realizado 7 titularizaciones de cartera, por valor de $167.299 millones, con un porcentaje de colocación del 56% y 17 titularizaciones inmobiliarias por valor de $ 79.795 con un porcentaje de colocación de 33%.

El cuadro # 6 presenta la información que la Superintendencia de Valores tiene registrada sobre el total de ofertas pública aprobadas de procesos de titularización desde 1993 hasta agosto de 1995.

En el Anexo # 10 se presentan las titularizaciones de cartera e inmobiliarias colocadas en el mercado colombiano hasta agosto de 1995 según datos suministrados por la Superintendencia de Valores.

1. Cartera de instituciones financieras

(a) Cartera Hipotecaria

Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda han sido las entidades dentro del sector financiero que han encontrado en la titularización de su cartera hipotecaria una fuente muy importante de financiación. El monto total de titularizaciones a agosto 30 de 1995 de cartera hipotecaria asciende a $123.731 millones.

La experiencia demuestra que 3 entidades Colmena, Davivienda y Granahorrar han acudido a este mecanismo con porcentajes muy elevados de colocación. Hasta agosto de 1995, para Colmena (Títulos THC) y Davivienda (títulos THD emisión 1994-1), la colocación ha sido de 100%. En los restantes casos, los porcentajes de colocación se ubican en 54.24% para Granahorrar (THG1995-1) y 20.62% para Davivienda (Títulos THD1995-1), resultando significativos, dado que las ofertas publicas se realizaron en la segunda mitad del mes de julio de 1995.

En términos generales, las titularizaciones de cartera hipotecaria se caracterizan por realizar una estricta selección de la cartera , los plazos de los títulos varían entre 1 y 6 años, ofrecen una rentabilidad unida a la DTF o a la corrección monetaria, incrementada en algunos puntos en forma proporcional al plazo de los títulos y su amortización puede hacerse al vencimiento o en algunos casos se realiza en porcentajes entre un 20 y 30% trimestralmente durante el ultimo año de vigencia de los mismos.

Las garantías ofrecidas, se han concentrado en la mayoría de los casos en la subordinación de parte de la emisión, mediante títulos de participación suscritos por el mismo originador, unido a la sobrecolaterización de la cartera, en un porcentaje relacionado con su índice de siniestralidad.

Por su parte, la calificación obtenida por los títulos, ha sido AAA con excepción de los títulos hipotecarios Colmena para los cuales no se exigió la calificación por haber sido presentados a la Superintendencia de Valores antes de la Resolución 1032 del 19 de octubre de 1994, mediante la cual exigen la calificación para la nuevos procesos.

(b) Cartera de tarjetas de crédito.

La única entidad que ha realizado titularización hasta el momento ha sido Bancafé, por un monto de $29.000 millones. En julio de 1.995 se ofrece al público el primer tramo por valor de $10.000 millones, de los cuales se han colocado $4.930 millones, correspondientes al 17% del total de la emisión. Este porcentaje además del corto tiempo de colocación, está causado por una tasa de interés ofrecida menos competitiva frente a las restantes alternativas de inversión.

Los títulos tienen un plazo de vencimiento de 36 meses, se amortizan a su vencimiento y su rendimiento está unido a la DTF. Las garantías se basan en la sobrecolaterización en un porcentaje del patrimonio autónomo, fondos especiales de reposición de cartera y compra de nueva cartera al banco. Los títulos han sido calificados con AAA.

2. Cartera de Empresas Industriales y Comerciales

Se ha realizado en dos casos, con excelentes resultados: cartera de la Siderúrgica del Orinoco y cartera de Coltejer.

En el primer caso la titularización corresponde a un Certificado de inversión emitido por el Banco Provincial de Venezuela, respaldando créditos de los clientes. Tanto la constitución del patrimonio autónomo como el pago de rendimientos y capital de los títulos se realiza en dólares y su plazo de vencimiento es de 18 meses. La oferta pública es realizada en diciembre de 1993 por la totalidad de la emisión, con un porcentaje de colocación de 100%.

Los títulos Rentamax de Coltejer, ofrecidos al público en dos tramos entre junio y julio de 1995, también han sido colocados en un 100%. Sus características son similares a las de los demás títulos, con plazo de vencimiento entre 1 y 5 años, con rendimiento adicionado en unos puntos a la DTF y amortización de capital al vencimiento de los títulos. Emitidos en tres series (A, B, y C dependiendo del plazo), los títulos B y C tienen un plazo entre 1 y 2 años, mientras que en los títulos A, su amortización se hará entre el 3 y 5 año de vigencia de los títulos en porcentajes de 20%, 20% y 60% por año, respectivamente.

3. Titularización inmobiliaria

De las 17 titularizaciones que se han hecho hasta el momento, 12 han sido realizadas por la Sociedad de Inversiones OIKOS. El monto de estas titularizaciones es de $18.184 millones.

Se han caracterizado por ser títulos de participación, donde el rendimiento está compuesto principalmente por el arrendamiento del inmueble, la valorización y un rendimiento que proviene de los excedentes de flujos de caja que se invierten a través de la fiduciaria - agente de manejo de la titularización. Son títulos de largo plazo, 10 años, y la amortización de capital se determina con la venta de los inmuebles cumplido el plazo de vencimiento de los fideicomisos constituidos en desarrollo de la titularización.

Están garantizados por pólizas de seguros, y la calificación otorgada a estos títulos dependiendo de la ubicación del inmueble y las condiciones del proyecto inmobiliario, ha variado entre IAA , IA o IAA+. La escala de calificación de títulos de participación inmobiliaria de la Duff & Phelps de Colombia va de IAAA a IEE, siendo diferente tanto la escala como los conceptos de calificación de la escala ordinaria.

Los títulos inicialmente fueron colocados en el mercado de personas naturales, como derechos fiduciarios, directamente por la Sociedad de Inversiones OIKOS. Posteriormente se conformaron las respectivas titularizaciones, con la aprobación de la Superintendencia de Valores. El porcentaje de colocación es del 100% en todos los proyectos. Este porcentaje corresponde al 50% de los títulos, que son ofrecidos en el mercado, mientras que el otro 50% permanece en un principio en poder del originador, quien tiene discrecionalidad sobre la venta y en algunos proyectos ha colocado también con muy buen resultado. Existe un mecanismo de recompra de los títulos ofrecido directamente por OIKOS a sus clientes, esto le ha dado liquidez a los títulos, y recientemente se ha logrado su inscripción en el mercado público de valores, para crear un mercado secundario, sin que aun pueda evaluarse su resultado.

Excluyendo el Fondo Inmobiliario Edificar el cual conserva su condición de fondo especial de inversión y cuyo originador y agente de manejo es la misma fiduciaria, los proyectos restantes presentan condiciones de oferta muy similares a los títulos OIKOS. Los títulos 5-77 (tit 5-77 de la Fiduciaria Cáceres y Ferro) ofrecidos al mercado en junio de 1994, se colocaron en un 100%, los títulos de rendimiento inmobiliario (TRI) cuyo originador es la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia, ofrecidos en julio de 1995 hasta la fecha se han colocado en un 55%, y los mas recientes Títulos Inmobiliarios Interbanco, colocados en octubre de 1.995, se han colocado en un 82%.

En cuanto a los montos, las titularizaciones inmobiliarias se han situado en un rango entre $120 millones y $6.500 millones, con excepción de los títulos de participación fiduciaria TREN. Estos títulos, emitidos inicialmente por un monto de $17.000 millones correspondientes a 8.530 títulos ofrecidos al público en octubre de 1994, junto con 4.040 títulos subordinados y 4.430 títulos constructor, se colocaron hasta agosto de 1995 en un 8.97%. Cabe anotar, que ante la imposibilidad de alcanzar el punto de equilibrio en el proyecto de construcción durante los primeros seis meses, se revaluó la oferta y cambiaron las condiciones de la misma, reduciéndose en un porcentaje el proyecto y garantizándose la construcción por parte del originador quien asumió la compra de los títulos que no pudieron ser colocados en el mercado con el fin de hacer viable una parte del proyecto inicial.

4. Rentabilidad

En el cuadro # 7 se presenta la rentabilidad ofrecida por las titularizaciones colocadas en el mercado, el cual se concentra en las titularizaciones de cartera, pues dadas las condiciones ofrecidas por la titularización inmobiliaria en cuanto a la valorización del inmueble y el canon de arrendamiento, hace mas difícil su determinación para compararla con otras alternativas del mercado de inversión.

Estos títulos, son ofrecidos a tasas competitivas, frente a las alternativas de rentabilidad de títulos con plazos semejantes, como los bonos ordinarios, negociados en bolsa durante el primer semestre de 1995 a tasas que varían entre DTF+2% y DTF +3.5%, con plazos entre 2 y 5 años, y frente a los bonos públicos, con plazo de 5 años, con una rentabilidad de DTF+2.5%.

5. Evaluación de costos de una titularización de cartera

En el presente estudio se hace una simulación de los costos totales de una titularización de cartera de una entidad financiera incluyendo los costos de asesoría, agente de manejo, representación legal de los tenedores de títulos para los casos en que las emisiones han sido manejadas por sociedades fiduciarias del mismo grupo de la entidad originadora, los costos de la calificación de valores y todos los referentes a la inscripción de los títulos en el Registro Nacional de Valores. En el cuadro # 8 se presenta el cálculo de costos, enfrentando el costo de captación a través de certificados de depósito a término a 90 días con el costo total de la titularización, dando como resultado un costo equivalente al DTF+3.78% para la titularización y del DTF+3.51% para la captación a través de CDT. Esta baja diferencia en el costo está dada básicamente por la incidencia alta del encaje en el costo total del CDT, ya que por el título emitido en el proceso de titularización de la cartera se está pagando al inversionista un 2% superior a lo que se le está pagando a través de CDT.

Si el mismo cálculo se aplica a la titularización de cartera de empresas del sector real o a otro tipo de titularización, el costo, que puede ser un poco mayor que el obtenido por una entidad financiera resulta bastante favorable frente a otras alternativas de financiación en pesos, que en el mejor de los casos podría tener un costo del DTF+6%.

IV. EMISORES DE TITULARIZACION

A. CUANTIFICACION MERCADO EMISOR

La cuantificación del mercado emisor se centrará en dos tipos de activos que pueden ser objeto de titularización:

- Cartera de créditos
- Flujos de caja predescibles.

1. Cartera de créditos

Los datos que se incluyen en este aparte pretenden dar una idea de las cifras globales para cada uno de los activos titularizables.

La cartera de créditos titularizable del sistema financiero con cifras a junio de 1.995 se sitúa en $12.572.911 millones. Las cifras mas relevantes corresponden a la cartera hipotecaria de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda: $5.652.573 millones, la cartera comercial de las Corporaciones Financieras $3.066.026 millones, y los bienes dados en leasing de las Compañías de Financiamiento Comercial especializadas en Leasing que representan $2.213.435 millones. Mientras que la cartera proveniente de tarjetas de crédito de bancos comerciales alcanza una cifra de $683.362 millones. Ver cuadro # 9.

Dentro del sector real, tomando cifras de las 30 empresas que se encuentran en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios con activos superiores a $10.000 millones, se calcula un valor titularizable de $724.368 millones, correspondiente a cartera de clientes. Ver cuadro #10.

2. Flujos futuros de obras de infraestructura y servicios públicos

Los flujos de caja predescibles permiten incluir cifras sobre la inversión en actividad energética, obras de infraestructura y prestación de servicios públicos.

Dentro de las obras de infraestructura, se tiene la inversión en vías y carreteras, durante el período 1994-1998 que incluye un programa de concesiones con proyectos de ampliación, modernización y construcción por valor de $1.392.572 millones, y la inversión pública que se sitúa en $2.283.270 millones. De estos valores las posibilidades aproximadas de financiación se reducen a $835.543 millones para el programa de concesiones y a $1.149.499 millones para la inversión pública.

La red Férrea con proyección entre 1995 y 1998, incluye programas de rehabilitación y mantenimiento por valor de $540.636 millones a pesos de 1994, con una financiación aproximada de $ 237.880 millones.

La inversión total en puertos, entre 1995 y 1998, se sitúa en pesos de 1994 en $143.390 millones con una financiación aproximada de $63.092 millones correspondiente al 50%.[29]

Por su parte, el sector energético, incluye la inversión en generación eléctrica que en el período 1995-2007 asciende a US$4.190 millones con una financiación aproximada del 70% que representan US$2.933 millones. [30]

La infraestructura de transporte de gas natural cuya inversión durante el período 1995-1997 se sitúa en US$857 millones y con una financiación aproximada de 70% representa una cifra de US$600 millones.[31]

La inversión en el sector petrolero se financia en cerca de un 7%, US$582 millones, mientras que su inversión total la mas alta del sector energético se sitúa en US$8.379 millones.[32]

El sector carbonífero, con un plan de inversión comprendido entre 1995 y 1998, basa su inversión en procesos de exploración, producción e infraestructura buscando en los dos últimos casos una financiación del 100% correspondientes a US$116 millones.[33]

---

[29]Según estimación aproximada del Conpes en Documento 2787 del 24 de mayo de 1995.
[30]Estimativos según documentos internos de la Financiera Eléctrica Nacional (FEN)
[31]Ibid nota 4
[32]Ibid nota 4
[33]Ibid nota 4

Adicionalmente, la prestación de servicios públicos se contempla dentro de dos sectores, telecomunicaciones y agua potable y saneamiento básico.

El sector de telecomunicaciones, para el período 1995-1998 presenta un plan de inversiones de $3.630.797 millones de pesos de 1994, con financiación aproximada de $1.815.399 millones. El plan incluye inversiones en infraestructura pública y privada que abarca las concesiones de larga distancia nacional y la prestación de servicios de telefonía local y celular.[34]

Adicionalmente, el sector de agua potable y saneamiento básico, incluye una inversión de US$154 millones compuesta por la inversión pública por valor de US$20 millones mas la inversión privada por valor de US$134 millones.[35]

Aún cuando en muchos de los proyectos, principalmente del sector energético, ya se cuenta con una financiación definida, las estimaciones totales de inversión y de financiación, son importantes teniendo en cuenta que no solo existe la posibilidad de financiar parte de la inversión con títulos provenientes de las respectivas titularizaciones de flujos previsibles en cada sector, sino que se cuenta con la posibilidad adicional de titularizar los títulos de deuda que se contraigan con ocasión de la financiación de cada proyecto en particular, lo que amplia el mercado potencial de este instrumento. Ver cuadro # 11.

En conclusión, el potencial de emisiones de títulos realizadas por procesos de titularización de cartera y de flujos de obras de infraestructura sin considerar los de

[34]Según Documento Conpes 2775 del 26 de Abril de 1995
[35]Según Documento Conpes 2775 del 26 de abril de 1995

inmuebles y de proyectos inmobiliarios es bastante amplio, aproximadamente 13 billones de pesos de titularización de cartera del sector financiero y el sector real y ocho billones de pesos de obras de infraestructura sin considerar la inversión en petróleos y carbón. Este valor representa el potencial total de los activos titularizables lo que en ninguna forma implica que puedan realizarse efectivamente titularizaciones en el mercado por esta cuantía. Por una parte, no todos los potenciales emisores están interesados en emplear el instrumento, teniendo en cuenta sus propias fuentes de financiación, adicionalmente, los interesados seguramente buscarán combinar la titularización con otras fuentes de financiación. Por otra parte, el mercado inversionista sería incapaz de absorber este monto de emisión, de acuerdo al estudio que se presenta en el Capítulo V de este documento.

B. ESTUDIO MERCADO DE EMISORES

Para evaluar el interés de los emisores potenciales de procesos de titularización de cartera e inmobiliaria se aplicaron unas encuestas clasificadas por tipo de emisor así: sector financiero, sector real, entidad territorial y sociedad titularizadora. Los objetivos de la encuesta fueron:

1. Objetivos

(a) Para aquellos que han realizado titularizaciones, establecer cuáles fueron sus motivaciones principales, el grado de satisfacción con los resultados obtenidos, y los costos y desventajas que les representó el proceso.

(b) Para aquellos que no han realizado titularizaciones, establecer su interés en utilizar el mecanismo y las razones por las cuales lo harían o se abstendrían de utilizarlo.

(c) En general, establecer para los emisores potenciales la importancia de las ventajas atribuidas a los procesos de titularización

2. Población encuestada

La muestra se seleccionó dentro de entidades que hubieran hecho titularizaciones o de las cuales se tenía conocimiento que habían analizado el procedimiento con anterioridad, ya que a aquellos que no tenían conocimiento del mecanismo resultaba impráctico e inoficioso la aplicación de la encuesta telefónica por la relativa complejidad de la titularización.

La encuesta se aplicó telefónicamente a presidentes o vicepresidentes financieros de trece potenciales emisores clasificados así: 46% sector financiero, del cual un 50% corresponde a corporaciones de ahorro y vivienda, 17% a entidades bancarias y en igual participación compañías de leasing y corporaciones financieras; 31% a entidades del sector real, 8% a entidades territoriales y 16% a entidades titularizadoras de inmuebles.

El 38% del total de la población encuestada han realizado emisiones de títulos en procesos de titularización de activos, de los cuales un 40% corresponden a corporaciones de ahorro y vivienda y con igual participación de un 20% a bancos, entidades del sector real y entidades titularizadoras de inmuebles. Las encuestas fueron aplicada en el mes de noviembre de 1995.

Del las doce entidades que han realizado procesos de titularización en Colombia según datos a Agosto de 1995 se entrevistaron 5, equivalente a un 42%.

En el anexo # 11 y # 12 se encuentra el modelo de las encuestas aplicadas a emisores del sector financiero y del sector real.

3. Resultados de la encuesta

(a) Entidades que han realizado procesos de titularización de cartera

(1) Principales razones para haber acudido al mecanismo de titularización

SECTOR FINANCIERO:

- Poder colocar nueva cartera sin requeridos de capital.
- Sustituir cartera de baja rentabilidad por cartera de mayor rentabilidad.
- Controlar riesgos de variación de tasas y de liquidez por transformación de plazos.
- Diversificación y ampliación de fuentes de financiación, contando con un mecanismo que les permita acceder a nuevos mercados proveedores de fondos como son el de fondos de pensiones y cesantías y el de inversionistas extranjeros.

SECTOR REAL:

- Necesidad de grandes recursos
- Desintermediar
- Por limitación de cupos legales en las entidades financieras.
- El costo es menor al del crédito bancario.
- Se obtiene crédito para capital de trabajo a mediano plazo.
- En el momento en que se hizo la titularización, la empresa tenía problemas de financiación
- Se obtiene un beneficio adicional de presentación de información al público.

(2) Se preguntó a los encuestados el grado de satisfacción obtenido en cada uno de los objetivos planteados en el punto anterior.

Para los emisores de titularización de cartera del sector financiero, se cumplieron en forma los resultados esperados de sustitución de cartera de baja rentabilidad por cartera de mayor rentabilidad (4) y el control del riesgo en variaciones de tasas (4), mientras que no se cumplió el poder colocar nueva cartera sin aumentar los requerimientos de capital (0).

Para el único emisor de procesos de titularización de cartera del sector real (Coltejer S.A.) los objetivos se cumplieron en su totalidad.

(3) Principales desventajas del proceso

SECTOR FINANCIERO:

- La nueva reglamentación de la contabilidad de los procesos de titularización hace poco atractivo el mecanismo.

SECTOR REAL.

- El trámite para la autorización del proceso es muy largo.

(b) Entidades que han realizado procesos de titularización de inmuebles

Como se mencionó en el capítulo III, punto B 3., de las 6 entidades que han realizado titularización de inmuebles, solamente las emisiones de Oikos, Interbanco y 5-77 según datos a agosto de 1995 dados por la Superintendencia de Valores fueron colocadas con éxito en el mercado (colocación de más del 80% de los títulos emitidos). Las entidades entrevistadas fueron Oikos e Interbanco.

(1) Principales razones para haber acudido al mecanismo de titularización

EMPRESA TITULARIZADORA DE INMUEBLES:

- La capacidad de democratizar la finca raíz y de esta forma ampliar el mercado de inversionistas en proyectos inmobiliarios y en inmuebles.
- Es un nuevo mecanismo de ahorro que permite atraerlo para el desarrollo de proyectos inmobiliarios.
- Es un nuevo mecanismo de conversión de recursos invertidos en activos fijos en recursos de capital de trabajo

ENTIDAD DEL SECTOR FINANCIERO:

- Concentrar los recursos financieros del banco en el negocio de intermediación.

- Mantener el control del inmueble en el cual opera el banco sin necesidad de invertir dineros en su propiedad.

(2) Se preguntó a los encuestados el grado de satisfacción en cada uno de los resultados esperados planteados en el punto anterior:

Tanto la entidad bancaria como la entidad titularizadora de inmuebles manifestaron un cumplimiento pleno de los objetivos y resultados esperados que se habían propuesto con la titularización.

(3) Principales desventajas del proceso

EMPRESA TITULARIZADORA DE INMUEBLES:

La empresa no ha encontrado desventajas en el mecanismo, sin embargo para lograr la colocación de los títulos ha tenido que asumir en la práctica riesgos de liquidez garantizando un mercado secundario y el riesgo de devolución del inmueble garantizando el arrendamiento.

EMPRESA DEL SECTOR FINANCIERO:

- Perder la valorización del inmueble.
- El trámite para la autorización del proceso es muy largo.
- El proceso absorbe el tiempo de varios funcionarios del banco.

(c) Entidades que no han realizado procesos de titularización

Debido a que las motivaciones para el uso de este mecanismo pueden ser diferentes, así como el conocimiento del tema, se prepararon encuestas diferentes para emisores potenciales del sector financiero y de los demás sectores obteniéndose los siguientes resultados.

(1) Las empresas que consideran utilizar este mecanismo en el futuro

De las ocho entidades encuestadas, 4 han pensado utilizar este mecanismo y 4 no.

Dos de las entidades del sector financiero han considerado utilizar este mecanismo para solucionar problemas de patrimonio técnico. Las razones por las cuales otras no han considerado utilizarlo son por no tener necesidad de aumentar la capacidad de apalancamiento y por considerarlo un mecanismo más costoso de obtener recursos.

En cuanto a los fines de la titularización planteados en la encuesta, las entidades financieras consideran en su totalidad que la titularización podría solucionar problemas en cuanto al índice de solvencia sin tener que recurrir a capitalizaciones por parte de los socios, que les permite controlar riesgos derivados de variaciones en las tasas de interés, que solucionan el riesgo de iliquidez por disminución de depósitos y como elemento negativo consideran que la titularización no les reduce sus costos de captación; un 12.5% consideran que aumentan la rentabilidad de la empresa y que les disminuye el riesgo de pérdidas por siniestralidad de cartera y un 25% consideran que les soluciona riesgos de prepagos de cartera.

En cuanto a los beneficios planteados en la encuesta a las empresas del sector real, éstas consideraron importantes la posibilidad de conseguir un monto significativo de capital de trabajo en una sola operación (4.3), obtener financiación a mediano plazo (4) y disminuir los índices de endeudamiento en sus balances (4.3) y sus indicadores de rotación de cartera (3.7). Mientras que no consideraron importantes no afecta la liberación de cupos de crédito con el sistema financiero que el mecanismo representa (2.3) y la disminución de los requeridos de información financiera de la empresa con relación a los exigidos en un crédito bancario (3.3).

En cuanto a la calificación de las desventajas de la titularización las empresas del sector dan en promedio la siguiente calificación: el tiempo de trámite de la operación es de 6 a 8 meses (4.3); la titularización no permite prepagos (3.7); se dan mayores requeridos en cuanto al sistema de información de cartera (2.3) y se requiere adicionar algunos procedimientos en el manejo de la cartera (2.3).

Sobre el costo financiero que están dispuestos a pagar frente al de un crédito bancario todos coinciden en que estarían dispuestos a pagar un 1% menos que el costo de un crédito bancario y solamente una empresa estaría dispuesta a pagar lo mismo y ninguna más.

Se encontró en las empresas del sector real un mayor interés en la titularización de sus inmuebles que en la de su cartera, ya que consideran que el manejo operativo de ésta última es muy engorroso por su alta rotación. La titularización de inmuebles les permitiría obtener recursos para capital de trabajo sin aumentar endeudamiento, apalancándose en sus activos fijos.

De las entidades territoriales contactadas solamente un municipio dio respuesta a la encuesta, aunque para varios el tema de la titularización de impuestos o las contribuciones es una alternativa que han considerado ampliamente puesto que les da la posibilidad de obtener recursos sin comprometer capacidad de endeudamiento.

Para el Municipio encuestado, quien ya ha participado en el mercado de capitales a través de emisiones de bonos, los beneficios mencionados de la titularización son muy importantes y las desventajas no lo son. Están dispuestos a que el costo financiero total del mecanismo sea igual o menor al de un crédito bancario.

La empresa titularizadora de inmuebles que no ha conseguido realizar procesos de este tipo, menciona las siguientes razones por las cuales considera que tal situación se debe a: no hay buenas alianzas estratégicas entre los participantes en el proceso: sociedad fiduciaria, comisionistas de bolsa, estructuradores y sociedad inmobiliaria, no existen ventajas tributarias y se presenta un riesgo alto de generarse una ganancia ocasional.

Las entidades privadas constructoras de obras de infraestructura en los sectores de generación de energía, construcción de carreteras y transporte de gas, muestran un alto interés en la utilización del mecanismo, sin embargo por razones del tamaño del mercado local y por las diferencias de costos financieros hasta ahora solamente han pensado en realizar titularizaciones para los mercados extranjeros. Si en el futuro se ampliara el mercado para títulos de mediano y largo plazo, existiría un importante potencial de emisión de titularizaciones en este sector.

4. Conclusiones

- Inicialmente se detectó un gran interés de las instituciones financieras por realizar procesos de titularización de cartera. Sin embargo, este interés se vio afectado por la norma de contabilización de estos procesos.
- Las empresas del sector real muestran un bajo interés en los procesos de titularización de cartera, pero se muestran interesados en los procesos de titularización inmobiliaria.
- Para las entidades territoriales es un mecanismo interesante de obtención de recursos.
- Las dos empresas titularizadoras de inmuebles presentan conceptos encontrados básicamente por la diferencia en sus resultados. Mientras que la una ha sido totalmente exitosa y tiene una amplia experiencia, la otra, de menor tiempo en el mercado ha fracasado. Es importante, por lo tanto, resaltar que la empresa que ha tenido éxito en el proceso considera que el mecanismo es una forma de democratizar la finca raíz y de

ahorro que puede tener un potencial muy grande, aunque se pueden presentar algunos riesgos que ya han sido evaluados y enfrentados con nuevas soluciones como el de liquidez secundaria.

V. TITULARIZACION DE PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA

La teoría general de la titularización de activos se aplica de igual manera a la titularización de proyectos de infraestructura. Sin embargo, por la importancia de este rubro en el caso colombiano, por la complejidad de los proyectos y operaciones de financiación de los mismos merece una mención aparte.[36] Si bien existe un capítulo aparte sobre financiación de proyectos de infraestructura en el informe de esta misión, los párrafos siguientes complementan algunos aspectos generales de titularización tal como se definió anteriormente. Los aspectos más concretos sobre esquemas, instrumentos y procedimientos para la financiación de esta clase de proyectos se encuentra en el capítulo mencionado.

El capítulo está compuesto de cinco partes. La primera delimita el campo de la titularización de proyectos de infraestructura y la ubica dentro de las técnicas de "financiación de proyectos" (project financing). La segunda presenta los beneficios y obstáculos que tiene la utilización de este tipo de instrumentos en la financiación de proyectos de infraestructura. La tercera extrae algunas lecciones importantes de la experiencia internacional. La cuarta se refiere al caso colombiano. La quinta presenta recomendaciones y conclusiones.

A. FINANCIACION DE PROYECTOS (FP) Y TITULARIZACION

1. DELIMITACION DE CONCEPTOS

La titularización de proyectos de infraestructura en su sentido amplio es una forma de "financiación de proyectos" (FP), entendida ésta última como la provisión de fondos para

[36] Vale la pena aclarar que éste capítulo se refiere exclusivamente a la utilización de mecanismos de titularización en los proyectos infraestructura. La financiación de proyectos y otros mecanismos de financiación de infraestructura se tratan a fondo en otro estudio de esta Misión.

financiar un proyecto, cuya operación y flujo de caja resultante será utilizado para repagar la inversión. La FP, como la titularización, es una fuente de financiamiento "por fuera del balance", respaldada en activos, y donde los contratos están diseñados para limitar la variabilidad de los flujos de caja y distribuir sus riesgos. No obstante, la titularización de proyectos de infraestructura sólo se refiere a las operaciones de FP que generan emisiones en el mercado de valores de títulos respaldados directamente en los flujos del proyecto. En este sentido, la titularización se ve respaldada únicamente en los flujos futuros del proyecto constituidos a través de un patrimonio autónomo mientras que otros esquemas de financiación estructurada de proyectos de infraestructura usan como vehículo financiero usualmente una compañía proyecto.

La financiación de proyectos es la génesis de la titularización de proyectos de infraestructura. Al mismo tiempo la titularización es una señal del grado de desarrollo de la FP y del mercado de capitales. El corazón de la financiación de proyectos y la titularización es el contrato, y como todo contrato su éxito depende de la manera como éste distribuye los riesgos y beneficios entre sus participantes. Ambos contratos (el de la FP y el de la titularización) son esencialmente los mismos, sin embargo, cuando el contrato se convierte en un título valor negociable en el mercado de valores estamos ante una titularización. La frecuencia con que estos contratos pueden titularizarse depende del grado de desarrollo del mercado de capitales. De otra parte, sin el desarrollo de los contratos de financiación de proyectos no existe la materia prima para titularizar.

2. ANTECEDENTES

Mientras que la FP ha existido en los mercados internacionales desde la de década del treinta como mecanismo para financiar reservas petroleras y de gas, su popularidad y uso generalizado sólo se ha dado en los últimos cinco años. Esto ha generado un creciente interés en la titularización de los flujos de caja de proyectos de infraestructura, aunque por la

complejidad de las transacciones y los costos de creación del mercado, el número de este tipo de operaciones es muy reducido, siendo todavía curiosidades en el mercado. Una encuesta publicada en Octubre de 1993 y citada por el Banco Mundial (1994) muestra que el número de proyectos financiados utilizando técnicas de FP desde inicios de la década del ochenta era de 150, equivalentes a más de 60 billones de dólares. El número de proyectos y su valor financiado ha aumentado especialmente en la década del noventa, donde estos números se han casi que duplicado cada año.

La FP resurgió en la década del setenta con el aumento de los niveles generales de inflación. Debido a que los balances de las compañías estaban expresados en costos históricos, los costos de los proyectos empezaron a sobrepasar la capacidad de las empresas patrocinadoras para financiarlos, debido al alto costo de cargar el proyecto en el balance de la empresa patrocinadora sin afectar su capacidad de endeudamiento. Las compañías empezaron a utilizar las técnicas de FP para limitar la exposición de sus balances y mantener la deuda asociada fuera de estos. En la década del ochenta, y especialmente en la del noventa, la FP ha recibido un nuevo impulso ante el deterioro de las fuentes tradicionales de financiamiento de infraestructura (recursos públicos y préstamos entidades multilaterales) y la explosión de los requerimientos de infraestructura en países desarrollados y en desarrollo. Esto llevó a la exploración y desarrollo de alternativas de financiamiento privado, dentro de las cuales la privatización de infraestructura y las técnicas de FP surgieron como respuestas transicionales a esta tendencia. [37]

Ante la insuficiencia de las fuentes de financiamiento público y las limitaciones de otras fuentes, tales como los proveedores y la comunidad bancaria internacional, la atención se ha centrado en los mercados de capitales, especialmente el mercado institucional de los EE.UU. El mercado institucional de los EE.UU. es naturalmente atractivo para la financiación de

[37] Mayor información histórica se puede obtener en el Capítulo sobre financiación de proyectos de infraestructura.

proyectos de infraestructura por su tamaño cercano a los US $14 billones[38], los cerca de US $4 billones en activos pensionales y el nivel de sofisticación de la demanda y profundización del mercado. Adicionalmente, su atractivo ha crecido considerablemente con la introducción en 1990 de la llamada "regla 144A", por la Comisión de Valores norteamericana (SEC - Securities and Exchange Commission). Bajo esta regla se ha eliminado los requisitos de registro ante la SEC de la reventa de títulos emitidos en procesos privados de colocación a instituciones calificadas, sujeto a ciertas limitaciones.[39] Al facilitar la reventa de estos valores, la regla ha creado liquidez en el mercado secundario de colocaciones privadas y ha aumentado su atractivo para los emisores internacionales.

La titularización ha surgido como un mecanismo atractivo para aprovechar estas ventajas y acceder a los mercados de capitales internacionales. La colocación por Tribasa S.A. (una entidad proyecto creada exclusivamente para esta operación) de US$ 110 millones de títulos de deuda colateralizada con los flujos de caja de dos carreteras mexicanas en Noviembre de 1993 es un buen ejemplo de los atractivos, ventajas y viabilidad que puede tener la titularización de flujos de proyectos de infraestructura en países como Colombia.. Sin embargo, el lento desarrollo de este tipo de instrumentos en los mercados internacionales y el fracaso de otra carretera mexicana en Toluca en Junio de 1993 ponen de presente los problemas que puede tener el desarrollo de este tipo de instrumentos y lo mesuradas que deben ser las expectativas al respecto por el momento.

B. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA INTERNACIONAL

La experiencia de la titularización activos en el mundo a que se hizo referencia en el capítulo anterior demuestra que el titularización sigue un proceso natural y gradual de desarrollo de

[38] La definición aquí utilizada es la de un billón es igual a un millón de millones. Para los Estadounidenses sería un trillón.

[39] Anteriormente la legislación requería un plazo de 3 años antes de que los inversionistas iniciales pudieran revender sus títulos. Además existían otros requisitos que limitaban la liquidez del mercado secundario de colocaciones privadas.

mercado, tal como McKinnon (1973) hablaba para los mercados financieros, que empieza con los instrumentos financieros más simples para llegar a los más complejos. No es gratuito que los créditos hipotecarios hayan sido los encargados de liderar el desarrollo de la titularización en los mercados de EE.UU. Por sus características estos eran los activos más fáciles de titularizar.

Como muestra la experiencia de los EE.UU. y el Reino Unido, primero se titularizan aquellos activos que son relativamente homogéneos, generan flujos identificables, tienen características estadísticas predecibles y su riesgo de incumplimiento es bajo. Luego a través de un proceso dinámico, similar al mencionado por Merton (1995), se pasa de contratos hechos a la medida, ofrecidos por instituciones financieras, a instrumentos estandarizados, ofrecidos en los mercados, los cuales sirven de fundamento para empezar un nuevo ciclo. De esta manera, a medida que los contratos se simplifican y estandarizan, el mercado de capitales se desarrolla y extiende a sectores que anteriormente tenían limitado su acceso. El acceder a los mercados de capitales implica alcanzar cierto grado de estandarización y conocimiento de los contratos financieros que se busca convertir en títulos negociables en el mercado. Por razones de circulación cierto grado de simplificación se requiere si se pretende tener algún grado de liquidez en el mercado.

Sólo existe hasta el momento un caso de titularización para financiar la construcción de un proyecto de infraestructura. Sin embargo, este más que una excepción a la regla, constituye su confirmación. Este es el caso de la titularización de Sithe/Independence Funding Corp., la cual emitió $717.2 millones de deuda garantizada y preferencial para financiar el desarrollo y construcción de una planta de co-generación basada en gas natural en Oswego, Nueva York. Como un hecho extraordinario la emisión recibió rating como inversión calificada. Sin embargo, esto más que un viraje en la tendencia del mercado, constituyó un hecho

excepcional atribuible a la solidez del contrato de construcción con GE-Ebasco Services y el rating "AAA" de General Electric.

Las demás operaciones de titularización hasta el momento han tomado dos formas básicas. La primera ha sido la titularización de los préstamos otorgados al proyecto (o a un grupo de proyectos) para su construcción. La segunda ha sido la titularización directa de los flujos futuros del proyecto con el objeto de cancelar los préstamos durante la etapa de construcción y refinanciar el proyecto.

En la primera alternativa los acreedores de dichos préstamos los venden a una entidad de objeto específico (EOE), quien se encarga de emitir títulos respaldados por los flujos de dichos préstamos y pagar a los acreedores originales. En este caso nos encontramos ante una titularización indirecta de los flujos del proyecto de infraestructura, ya que a pesar de que los tenedores de los títulos reciben sus pagos de principal e intereses de acuerdo al contrato original de préstamo, estos flujos dependen completamente de los flujos y riesgos del proyecto financiado. Como se había hecho referencia en el capítulo primero, este tipo de titularización puede recaer sobre un activo único o un pool de estos. En este último caso la titularización de un pool de activos genera valor adicional al diversificar los riesgos de los flujos conjuntos de caja. Este es el caso de Coso Funding, una EOE creada por Lehman Bros. en 1993, para titularizar un pool de préstamos de tres plantas geo-térmicas en los EE.UU. En esta transacción de US$ 560 millones la EOE emitió notas respaldadas por los préstamos otorgados a estos tres proyectos, cuyo recaudo fue destinado a pagar a los acreedores originales del proyecto. Los flujos de caja de los tres proyectos soportan el servicio de la deuda de las notas emitidas, de tal forma que si uno de los proyectos experimenta problemas, el mayor flujo de caja de otro pueda compensar. La transacción fue facilitada por la propiedad común de los tres proyectos y el hecho que los proyectos eran

substancialmente similares. Esto permitió que los títulos obtuvieran una calificación satisfactoria de las compañías de "rating".

La segunda forma de titularización es la titularización directa de los flujos del proyecto, a través de títulos emitidos por una EOE dueña de los derechos para recibir estos flujos. Los recursos recaudados por la operación son entonces utilizados para otorgar un nuevo préstamo o participar directamente en el capital, y así refinanciar los préstamos otorgados en la etapa de construcción. El ejemplo más citado de este tipo es la titularización de los ingresos de peajes de las carreteras Ecatepec-Pirámides y Ameria-Manzanillo en México. Esta transacción realizada en Noviembre de 1993 representó una oferta de US$ 110 millones en notas emitidas por Tribasa Toll Road Trust 1, un fideicomiso encargado de emitir los títulos y refinanciar las deudas de las dos carreteras concesionadas.

Esta operación constituye la primera titularización exitosa en los mercados internacionales de títulos denominados en dólares y soportados por ingresos denominados en pesos mexicanos. La operación fue emitida a su valor nominal y combinó simultáneamente una oferta de Eurobonos y una colocación privada en los EE.UU. (elegible para reventa bajo la Regla 144A) de notas con un cupón de 19.5% y un margen de 499 bp (puntos base) sobre los títulos del Tesoro de los EE.UU. La vida promedio de estos títulos fue de 8.5 años.

Diversos factores hicieron que esta operación fuera exitosa y no se repitiera la historia del fracaso de la titularización de la Carretera de Toluca, México, en junio del mismo año. Entre los principales se puede enumerar:

1. **Simplicidad**

   A diferencia de la titularización de Toluca, percibida por los inversionistas como demasiado compleja, la titularización de Tribasa fue una tradicional emisión de Eurobonos,

ampliamente conocida por el mercado. La operación de Toluca incluía, por el contrario, la emisión de títulos de participación en el fideicomiso y dos series, una emitida en dólares y otra en pesos mexicanos[40].

2. Preparación

La titularización de Toluca muestra los peligros de lanzar un programa de este tipo con múltiples objetivos y sin suficiente preparación. Las proyecciones de flujo de tráfico eran demasiado optimistas, los peajes proyectados sobrepasaban los niveles observados en otros países en trayectos similares y la concesión presentaba un alto nivel de apalancamiento inconsistente con la titularización deseada.

3. Manejo del riesgo cambiario

Tal como afirman diversos banqueros de inversión[41], el problema número uno que tiene que resolverse en este tipo de operaciones es el riesgo cambiario generado por la disparidad entre los flujos de caja en pesos y el servicio de la deuda en dólares. La cobertura o aseguramiento de este riesgo es fundamental para permitir que los inversionistas se concentren en el proyecto en cuestión y la solidez de sus flujos. En el caso de Tribasa, un Fondo de Reserva para el Servicio de la Deuda (FRSD) fue creado para proteger los inversionistas contra fluctuaciones en la tasa de cambio y/o interrupciones en el servicio de la deuda. Este fondo inicialmente capitalizado con 6% del principal (cerca de US$ 7.4 millones) debe crecer hasta representar 10% del principal en noviembre de 1996, cuando empieza la amortización de la deuda. Los recursos en el fondo deben ser iguales en todo momento al máximo entre 10% del valor de la notas vigentes y el monto del servicio de la deuda (capital más intereses) del siguiente período. En caso de que los ingresos por peajes sean insuficientes para realizar las

[40] Los diseñadores de esta operación buscaban aprovechar la convergencia esperada entre ambas monedas con el tiempo. Sin embargo, esto hizo la operación muy compleja para muchos inversionistas y una muy variada gama de percepciones de los riesgos de la operación.

[41] Ver Corporate Finance (1994), "Project Boost to Latin American Securitization", Febrero, p. 44-45.

respectivas transferencias los operadores de la carreteras pueden pedir al Ministerio de Transporte que incremente los peajes. Esta innovación junto con sobrecolateralización de los flujos del proyecto generan en la transacción un colchón de seguridad de por lo menos 25% del capital.

4. Esquema dual de amortización

Otra innovación importante de este operación fue la de crear un esquema dual de amortización. De acuerdo a este esquema las amortizaciones aumentan con los aumentos esperados en los flujos del proyecto, de acuerdo a un período esperado de amortizaciones de 12 años. Sin embargo, si los ingresos del proyecto caen por debajo de las proyecciones las amortizaciones pueden ser extendidas a un período de 18 años, equivalente a la duración de la concesión. De otra parte, en caso de que el fideicomiso no cumpla con un pago del capital en una oportunidad, este evento no genera la declaratoria de quiebra, sino una prima de 1% en intereses al año sobre la cantidad no pagada la cual se acumula sobre la tasa de interés de las notas.

5. Importancia del banquero de inversión

Dado que estamos ante una colocación privada en el mercado de los EE.UU. el éxito de este tipo de transaccciones depende, por lo menos en la etapas iniciales, de la habilidad del banquero de inversión de convencer a un número limitado de inversionistas institucionales de comprar este tipo de títulos. Debido a que estas operaciones todavía constituyen curiosidades en el mercado, los esfuerzos se concentran en convencer a uno o dos inversionistas institucionales de comprar una porción considerable de la emisión. En el caso de Tribasa la estrecha relación de Salomon Bros. con uno de los inversionistas lo llevó a convencerlo a comprar una porción significativa de la oferta. Al final hubo tres inversionistas substanciales en el proyecto, los cuales se encargaron de distribuir los títulos a través de los mercados.

6. Aspectos generales:

Por otra parte, la experiencia de México y otros países que como Argentina, Chile y Colombia tienen expectativas de realizar operaciones de este tipo en el futuro, muestra que por el momento la mayoría de estas operaciones están destinadas a los mercados internacionales y, en particular, al mercado institucional del los EE.UU., dado el tamaño y grado de sofisticación de los mercados domésticos.

Sin embargo, no debe olvidarse que la titularización de flujos de proyectos de infraestructura sigue siendo una operación compleja, costosa y demorada. A pesar del nivel de profundización del mercado de los EE.UU. esto no quiere decir que todos los elementos necesarios existan abiertamente y a costos razonables en el mercado. La utilización de un fondo de reserva como el utilizado por Tribasa para cubrir el riesgo cambiario es un instrumento costoso para el emisor, que lleva a esperar estructuras diferentes en las titularizaciones por venir. En general, la introducción de mecanismos de aseguramiento y cobertura de riesgo en una operación financiera es costosa. Por el momento, la utilización de mecanismos de cobertura de riesgo es algo que corresponde suministrar a los emisores para poder mercadear sus productos. Sin embargo, llegará el momento que el desarrollo del mercado lleve a aumentar el nivel de sofisticación de los inversionistas de tal forma que prefieran adquirir títulos con mayores rendimientos y riesgos y ellos mismos se encarguen de adquirir y estructurar sus mecanismos de aseguramiento de manera sintética. Algunos piensan que este momento no está muy lejos y que, por lo menos, para ciertos riesgos como el cambiario o el de tasa de interés (para los cuales existen instrumentos de cobertura relativamente líquidos en el mercado) esto ocurrirá en un futuro muy cercano.

C. EL CASO COLOMBIANO

En la definición estricta de titularización, hasta el momento no ha existido ningún caso de titularización de proyectos de infraestructura en Colombia, ni de proyectos colombianos en los mercados internacionales. Sin embargo para ciertos proyectos de gas y petróleos, tal como se expone en el capítulo de financiación de proyectos de infraestructura, la construcción de gasoductos y oleoductos se ha realizado a través de financiación estructurada. La titularización en su sentido estricto es considerada como una herramienta financiera atractiva en el papel, pero complicada y costosa en la práctica.

Ante la ausencia de experiencias que se pudieran analizar, se entrevistaron la mayoría de los agentes que de una u otra manera estaban relacionados con el tema. En total 42 personas fueron entrevistadas sobre el tema, entre banqueros nacionales e internacionales, consultores, inversionistas, patrocinadores de proyectos y reguladores.

De los banqueros entrevistados, todos afirmaron estar estudiando el tema y haberlo considerado para algunos proyectos. Sin embargo, la idea había sido desechada sin necesidad de un análisis muy elaborado. De los entrevistados sólo dos Corporaciones Financieras (Corfigan, CorfiAndes) involucradas en la financiación de carreteras, dijo tener la titularización como una de las alternativas para refinanciar en el futuro los préstamos adquiridos en las etapas de construcción, una vez el proyecto tuviera uno o dos años de operación. Sin embargo, en ambos casos las emisiones han sido pensadas para ser realizadas en los mercados internacionales. La posible emisión simultánea en el mercado colombiano y el norteamericano se ha pensado, sin haber tomado decisiones al respecto. Al mismo tiempo se encuentran a la expectativa de lo que pasará con los fondos de pensiones y la evolución del mercado. Se considera prematuro decidir algo por el momento.

Todas las entidades financieras están estudiando el tema, aunque existen algunas dificultades que se presentan a continuación: 1) problemas de mercado; 2) problemas regulatorios y legales; 3) y problemas de estructuración de la operación.

1. **Problemas de Mercado (El mercado colombiano es muy pequeño, cortoplacista y poco profundo y sofisticado).**

   Las razones que más aducen los banqueros, inversionistas y entidades gubernamentales es la del nivel de sofisticación y características del mercado de capitales. Los inversionistas institucionales llamados a ser los demandantes naturales de estos títulos, por su esperada visión de largo plazo, no actúan como tales y son muy recientes para suministrar una financiación considerable en este tipo de proyectos. Además, las restricciones que existen en el tipo de inversiones que estos deben realizar, limitan seriamente su potencial en este mercado. En segundo lugar, el nivel de conocimiento de los administradores de estos fondos es muy limitado, lo mismo que el de los corredores de Bolsa encargados de colocarlos. Sin embargo, este es un problema solucionable. En tercer lugar, los todavía altos niveles de inflación y la excesiva regulación de las inversiones de los inversionistas institucionales, han generado una concentración de la demanda en títulos de corto plazo, que generalmente no pasan de algunos meses y nunca van más allá de un par de años.

2. **Problemas de estructuración de la operación**

   La estructuración de un contrato de FP es un proceso demorado, complejo y costoso. La contratación de garantías y otros mecanismos de cobertura de riesgos es difícil y costoso. Todavía existen riesgos que deben cubrirse en los proyectos para los cuales no existe mecanismo de cobertura o aseguramiento como es el caso de los riesgos relacionados con la ausencia de licencias ambientales en los proyectos, o la compra de predios. Por el momento, el sector financiero está aprendiendo de FP. No se debe olvidar que esta es una técnica que ha empezado a ser utilizada en el mercado colombiano hace apenas 3 o 4 años.

Con respecto a las emisiones de titularizaciones en los mercados internacionales, existe gran expectativa de lo que pueda pasar en el futuro. Se considera que México ha abierto un camino importante, aunque la titularización no deja de ser una alternativa costosa y compleja por el momento para la mayoría de los entrevistados.

VI. EVALUACION INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

A. CUANTIFICACION DEL MERCADO INVERSIONISTA

La cuantificación del mercado de inversionistas potenciales de títulos emitidos en procesos de titularización de activos se hizo primordialmente tomando aquellos considerados institucionales:

- Sociedades fiduciarias
- Compañías de seguros
- Fondos de cesantías
- Fondos mutuos de inversión
- Fondos de pensiones
- Fondos de valores
- Corporaciones Financiera

A julio de 1995 el valor de las inversiones de cada uno de los inversionistas institucionales es el siguiente: fondos comunes ordinarios de las sociedades fiduciarias por valor de $1.506.067 millones, fondos de cesantías por valor de $544.768 millones. A junio de 1995 las compañías de seguros tenían unas inversiones por valor de $724.802 millones, a septiembre de 1995 los fondos mutuos presentan inversiones por valor de $86.539 millones y a agosto de 1995 los fondos de pensiones ascendían a

$184.702 millones. El valor total aproximado de estos fondos es de cuatro billones de pesos.[42]

Teniendo en cuenta las políticas de inversión de cada uno de los fondos y sus límites legales, el valor total que podrían alcanzar las inversiones en titularización estaría representado por la proporción que las inversiones en títulos de renta fija de mediano y largo plazo tienen dentro del portafolio de los inversionistas institucionales. De acuerdo con las cifras actuales, según se puede apreciar en el Cuadro # 12, tal valor sería de $859.658 millones.

B. ESTUDIO DE MERCADO INVERSIONISTAS

1. Objetivos

(a). Establecer el comportamiento actual del mercado de inversión en cuanto a preferencia por títulos de renta fija o variable y plazos de inversión.

(b). Identificar el conocimiento que tiene el mercado sobre la titularización de activos.

(c). Establecer la calificación de la titularización frente a otro tipo de papeles que se encuentran en el mercado.

(d). Identificar las ventajas y desventajas que el mercado inversionista le encuentra a la titularización como posibilidad de inversión.

2. Población encuestada

La encuesta se aplicó telefónicamente a los vicepresidentes financieros, gerentes financieros, tesoreros o traders de 37 inversionistas institucionales y a 8 agentes Corredores de Bolsa. Los inversionistas institucionales se componen en 27% por

[42]Las cifras que se incluyen en este aparte, corresponden a las publicadas en el informe de la Asociación Bancaria y de entidades financieras a Agosto de 1.995, Asociación de Sociedades Fiduciarias y Fasecolda.

Sociedades Fiduciarias, 14% Corporaciones Financieras, 27% Compañías de Seguros, 22% Fondos Mutuos de Inversión y 11% Fondos de Pensiones y Cesantías.

El valor de los portafolios de las entidades encuestadas como proporción del valor total del portafolio en cada tipo de inversionista, arroja una muestra que representa un 86% de los Fondos de Pensiones y Cesantías, un 46% de las Sociedades Fiduciarias, un 40% de las Corporaciones Financieras, un 16% de las Compañías de Seguros, un 100% de las Compañías reaseguradora y un 18% de los Fondos Mutuos de Inversión. De los Corredores de Bolsa encuestados se entrevistaron un 32% de ellos según el volumen de las comisiones generadas.

Posterior a la encuesta telefónica se realizaron cinco encuestas de profundidad aplicadas en reuniones con algunos de los presidentes o vicepresidentes financieros de las mismas entidades. Las encuestas fueron aplicadas entre los meses de octubre y noviembre de 1995. En el anexo # 13 se encuentra la encuesta aplicada a los inversionistas potenciales y en el anexo # 14 la que se aplicó a los corredores de bolsa.

3. Resultados y análisis de las encuestas

(a) Perfil de los inversionistas institucionales

Las titularizaciones, como inversiones de mediano y largo plazo, dependen inicialmente de la aceptación de este tipo de inversiones por parte del mercado. Para poder identificar claramente el potencial de cada tipo de inversionista institucional como compradores de titularizaciones, se estableció primeramente su perfil inversionista, según su composición actual del portafolio y, también, según su intención frente a futuras inversiones. Esta diferenciación entre lo que fue su comportamiento inversionista en el pasado, reflejado en su composición del portafolio, y su comportamiento del momento y posiblemente del futuro, fue necesaria por cuanto se notó en el mercado un claro cambio

de actitud de los inversionistas que buscamos clarificar. En la gráfica # 5 se puede observar la composición actual del portafolio de los inversionistas institucionales discriminada en títulos de renta fija y en títulos de renta variable y en la gráfica # 6 se observa la política actual de inversión en títulos de renta fija y variable.

(1) Las Sociedades Fiduciarias

Las fiduciarias son administradores de inversión de terceros, principalmente a través de los fondos comunes. Su labor al respecto se ha concentrado en los denominados fondos comunes ordinarios, ya que el desarrollo de otro tipo de fondos ha sido escaso, por lo cual su comportamiento inversionista está altamente influido por las reglamentaciones y necesidades de estos fondos. Según cifras a Junio de 1995, manejaban un volumen de inversión de $ 1.506.067 millones lo que significaba un 21% de los portafolios de los principales inversionistas institucionales.

Sus inversiones se concentran en las de renta fija, de las 10 fiduciarias encuestadas ninguna manifestó tener inversiones en acciones. De sus inversiones de renta fija una alta proporción se concentra en inversiones a la vista y a menos de 90 días, 80% de las Sociedades Fiduciarias encuestadas manifestaron tener en este tipo de inversiones entre el 50% y el 80% del total del portafolio. Invierten una menor proporción en el mediano plazo (entre 1 y 3 años), el 70% de los encuestados manifiesta tener el 30% del total invertido en este plazo, y solo una mínima proporción se invierte en el largo plazo (inversiones superiores a 3 años), para el mismo 70% de los encuestados no alcanza a representar el 10% del total del portafolio.

En cuanto a sus políticas futuras de inversión, se percibe una concentración en el corto plazo, posiblemente desapareciendo como inversionistas de mediano y largo plazo. De las diez sociedades encuestadas ninguna manifestó intención de efectuar nuevas

inversiones de mediano y largo plazo, y 8 concentrarían mas del 80% en inversiones a la vista o menor a 90 días. Tal comportamiento, posiblemente coyuntural, fue atribuido por los encuestados principalmente a las siguientes razones: la resolución 200 de la Superintendencia Bancaria (8 fiduciarias), necesidades de liquidez (5 fiduciarias), mayor riesgo de inversión (4 fiduciarias) y baja rentabilidad (1 fiduciaria).

(2) Corporaciones Financieras

Según la filosofía de su creación y según las normas que las rigen, las Corporaciones financieras deberían ser los inversionistas por excelencia de acciones y títulos de largo plazo. Sin embargo, por razones que no es del caso mencionar aquí, su actividad se ha concentrado en las operaciones de crédito y, en menor proporción, en inversiones permanentes en empresas, siendo muy baja su actividad como inversionista de portafolio. Sus inversiones según cifras a Julio de 1995 son de $1.001.217 millones, con una participación dentro de los inversionistas institucionales de 14%. Sin embargo, como se anotó, una alta proporción se encuentra en inversiones permanentes.

Dentro de las inversiones que manejan como portafolio, las inversiones en acciones tienen una escasa participación, de las 5 encuestadas 3 manifestaron no tener acciones, una tener menos del 5%, y solo una tener entre 50% y 70%. En sus inversiones de renta fija predomina el corto plazo, 2 entidades manifestaron tener mas del 80% a la vista (menos de 90 días), 1 entre el 50% y el 80%, una entre 10% y 30% y una menos del 10%. En el mediano plazo, 4 manifestaron tener inversiones y de estas 2 entre el 30% y el 50% y 2 menos del 30%. En el largo plazo, solo una manifestó tener inversiones entre 50% y 80%.

En cuanto a sus inversiones de renta fija futuras, su concentración en el corto plazo tendería a acentuarse. Tres de las cinco corporaciones encuestadas invertirían mas del

80% en inversiones de menos de 90 días y dos entre el 50% y 80%. Ninguna invertiría en títulos de largo plazo y solo 1 lo haría en los de mediano plazo. Las razones que dieron para no invertir a largo plazo fueron en su orden: la resolución 200 (4 corporaciones), mayor riesgo de inversión (3 corporaciones), y necesidades de liquidez (1 corporación).

(3) Compañías de Seguros y Capitalización

No obstante que las Compañías de Seguros Generales, las Compañías de Seguros de Vida y las Sociedades de Capitalización, son entidades jurídicamente independientes, en la práctica en cada grupo funcionan bajo una misma organización administrativa y financiera, por lo cual sus direcciones de inversión manejan portafolios de tamaño considerable. Sus reservas matemáticas y técnicas y los recursos captados mediante cédulas de capitalización que hace unos años estuvieron rígidamente reguladas predominando las inversiones forzosas en papeles oficiales, se han ido liberando y cada vez más son agentes activos en los mercados de capitales. Sin embargo hay que anotar que su papel actualmente se encuentra restringido por cambios profundos en su negocio, debido a una disminución considerable de sus primas con relación a los valores asegurados y un aumento de su siniestralidad, lo que ha reducido el crecimiento de sus fondos invertibles y ha incrementado sus necesidades de liquidez. De todas maneras sus inversiones participaban en un 10% del total de las inversiones de los institucionales.

Aun cuando la composición actual del portafolio, no alcanza a reflejar las necesidades de liquidez mencionadas, las políticas futuras de inversión, que se analizan mas adelante, tienen una orientación clara hacia la inversión en el corto plazo. Las Compañías de Seguros son los inversionistas que mas han invertido en acciones. De 8 entidades encuestadas, 6 manifestaron tener este tipo de inversiones y de estas 3 tenían entre un 50% y un 80% de su portafolio. Igualmente se caracterizan por ser el

inversionista que mayor inversión ha hecho en títulos de renta fija de largo plazo, pues solo una manifestó no tener este tipo de inversiones y 2 manifestaron tener mas del 50% de su portafolio de renta fija en el largo plazo. Igualmente invierte en el mediano plazo alguna proporción de sus inversiones pues 6 manifestaron tener inversiones de este plazo, 5 de ellas con proporciones entre el 10 y el 30%.

Por haber sido el inversionista mas dispuesto a las acciones y títulos de largo plazo el cambio de actitud para sus futuras inversiones es mas notorio en las Compañías de Seguros. En efecto, ninguna planea realizar nuevas inversiones en acciones y solo una lo harían en títulos de renta fija de largo plazo. Sus inversiones, en la mayoría de los casos se concentrarían en las de menos de 90 días, ya que 6 manifestaron que invertirían más del 80% de sus nuevas inversiones en este plazo. Las razones para no invertir en el largo plazo fueron en su orden: la Resolución 200 (7 compañías), baja rentabilidad (5 compañías), necesidades de liquidez (3 compañías), mayor riesgo de la inversión (2 compañías).

(4) Fondos Mutuos de Inversión

Los Fondos Mutuos de Inversión son inversionistas tradicionales en Colombia, conformados por los trabajadores de una empresa con aportes que se descuentan de sus salarios y otros que destina la misma empresa en alguna proporción con los aportados por los trabajadores. Sin embargo, no obstante su antigua existencia, el volumen de sus portafolios es pequeño, representando tan solo el 1% de la inversión de los institucionales.

Sus inversiones, tienen un porcentaje significativo representado en renta variable. De 8 Fondos Mutuos encuestados, 4 manifiestan tener el 30% y 50% del portafolio invertido en acciones, 3 entre 5% y 30% y 1 menos del 5%. En los 8 Fondos, la inversión en

títulos de renta fija se sitúa en un rango entre 50% y 85%, con una tendencia a ubicarse en plazos entre 90 días y 1 año y entre 1 y 3 años. En sus inversiones futuras, se nota una preferencia por los títulos de renta fija, con plazos inferiores a 1 año. En un plazo entre 90 días y 1 año, 4 Fondos invertirían mas del 80% del portafolio y 1 invertiría mas del 50%, en el corto plazo (menos de 90 días) las inversiones en dos casos superan el 80% del portafolio y en 1 alcanzan entre 50% y 80%. En cuanto a las razones para no invertir a largo plazo, manifestaron las siguientes razones; necesidades de liquidez (5 fondos), mayor riesgo de inversión (3 fondos), rentabilidad (2 fondos) y Resolución 200 (2 fondos).

(5) Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías

Las Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías son los inversionistas institucionales de mas reciente aparición pero, sin lugar a dudas, están llamados a ser los grandes protagonistas del mercado de capitales en Colombia. Sus inversiones a Junio de 1995 sumaban $729 mil millones y representaba el 10% del portafolio de los institucionales.

De acuerdo con el último informe de coyuntura de Administradores de Pensiones y Cesantías publicado por la Superintendencia Bancaria con cifras a junio de 1995, los portafolios de estos dos grupos de fondos no presentan diferencias substanciales en cuanto a las inversiones en títulos de renta variable (en los dos casos la inversión en acciones representa el 0.5% del portafolio). La inversión por plazos registra un comportamiento similar en los dos tipos de Fondos, con inversiones de mediano y largo plazo para los Fondos de Pensiones de 37% y Fondos de Cesantías de 30% . La encuesta hace referencia a la entidad administradora incluyendo el manejo de los dos portafolios arrojando los siguientes resultados:

- Las inversiones en acciones han sido muy pequeñas, de cuatro Administradoras encuestadas, una manifestó no tener inversiones en acciones y tres haber invertido menos del 5% de su portafolio. En renta fija, han distribuido sus inversiones en todos los plazos. Sus inversiones de largo plazo participan en una proporción que oscila entre menos del 10% y el 50% y las de mediano en una proporción que oscila entre el 10% y el 70%
- También en el caso de las administradoras de fondos de pensiones y cesantías su comportamiento frente a las nuevas inversiones ha variado, acentuándose su énfasis en el corto plazo. De las cuatro encuestadas ninguna planea hacer nuevas inversiones de largo plazo y solo dos lo harían en el mediano plazo. De las que invertirían en títulos de mediano plazo, una lo haría en una proporción mayor al 80% y una en proporción moderada, de 10% al 30% . En cuanto a las razones para no invertir o incrementar sus inversiones de largo plazo, las administradoras mencionaron las siguientes: Resolución 200 (2 administradoras), baja rentabilidad (2 administradoras).

(b) Agentes Corredores de Bolsa

La encuesta aplicada a estos agentes permite confirmar el comportamiento del mercado inversionista al obtener los siguientes resultados:

- Preferencia del mercado inversionista por invertir en títulos de renta fija. 6 de los 8 agentes encuestados sitúa entre 70 % y 100% el valor de las transacciones diarias en estos títulos y 2 la sitúa en 100%. Las transacciones se concentran en el corto y mediano plazo.
- Entre las principales razones que exponen para que sus clientes no realicen transacciones en el largo plazo, se encuentran la Resolución 200 (7 agentes), la rentabilidad (4 agentes), el mayor riego de inversión (4 agentes), y con menor frecuencia las necesidades de liquidez (2 agentes).

- Entre los títulos derivados de titularizaciones donde los corredores ejecutan mas transacciones son los de titularizaciones de cartera, mientras que en 7 de los 8 casos se registran transacciones de estos títulos durante el último año, solo en 1 caso se registran transacciones en titularización de empresas industriales y comerciales. La opinión que los corredores tienen sobre los diferentes tipos de titularizaciones y la calificación que otorgan a los títulos, se analizará en los siguientes puntos junto con la obtenida por los inversionistas institucionales.

(c) Los inversionistas y las titularizaciones de cartera

Lo primero que vale la pena destacar es que las titularizaciones de cartera, en especial las de cartera hipotecaria, son un papel conocido por el mercado. 40 de los 45 encuestados tenían una idea mas o menos clara de sus características y 26 ya habían realizado inversiones .

Para poder apreciar el posicionamiento que estas titularizaciones tiene en la mente de los inversionistas, se les solicitó a los encuestados calificar tres tipos de inversiones: Los títulos emitidos por el Banco de la República o la Nación, por considerarse que son los mas apreciados, los bonos sin aval financiero, por considerarse que son los menos apreciados y las titularizaciones de cartera. Para cada uno de ellos se les pidió que calificaran de uno a cinco, (donde uno es la calificación mas baja y cinco la mas alta) su seguridad, rentabilidad, liquidez y facilidad de inversión y manejo. De las encuestas podemos sacar las siguientes conclusiones:

- Las titularizaciones de cartera son apreciadas como un título seguro claramente diferenciado por este aspecto de los bonos sin aval financiero, no muy distante de los títulos de la Nación o el Banco de la República

- En cuanto a rentabilidad, los inversionistas no perciben grandes diferencias entre los tres tipos de papeles demostrando en todos los casos con la calificación la satisfacción de la rentabilidad obtenida.
- Las titularizaciones de cartera se perciben como un papel ilíquido, con poco mercado secundario, comparable con la situación de los bonos y claramente diferenciados por este aspecto con los títulos del Banco de la República
- Las titularizaciones de cartera presentan alguna dificultad en su evaluación de la inversión y en su posterior administración dentro del portafolio, claramente diferenciados por estos aspectos con los títulos del Banco de la República. Sin embargo son evaluados mejor que los Bonos.
- En general, puede afirmarse que los títulos del Banco de la República y la Nación no tienen competencia para los inversionistas, pues a su total seguridad y alta liquidez, se une una rentabilidad atractiva.
- Las titularizaciones de cartera tienen un buen posicionamiento que les permitiría aumentar en forma significativa su participación en el mercado, en la medida que se solucionen algunas dificultades generales a todos los títulos de mediano y largo plazo, se genere un mercado secundario y aumente su oferta en el mercado.

(d) Los inversionistas y las titularizaciones inmobiliarias

Como se explicó en el capítulo III, Evaluación de la Experiencia Actual de la Titularización en Colombia, las titularizaciones de inmuebles y proyectos de construcción constituyen la segunda clase de estas operaciones que ha sido ensayada en el mercado colombiano, aunque con menor éxito a las de cartera. De las respuestas dadas por los inversionistas podemos sacar las siguientes conclusiones:

- De los 45 encuestados 32 manifestaron conocer las titularizaciones inmobiliarias, lo cual implica que el mecanismo ha captado la atención de un sector mayoritario de los inversionistas institucionales sin que ello implique que los inversionistas tengan el

conocimiento necesario acerca de las características del título. Sin embargo, el conocimiento de la titularización de cartera es mayor, ya que de los 45 encuestados, 40 mostraron dominio del producto.

- De los 32 que manifestaron conocer estas titularizaciones, 25 manifestaron disposición para invertir en ellos. Sin embargo, al preguntar por las razones por las cuales invertirían, surgieron algunos condicionantes como aspectos reglamentarios, calidades del emisor, ubicación del inmueble, dificultades en la evaluación del titulo que sugieren la necesidad de clarificar y soportar las características y beneficios de las ofertas para que puedan desarrollarse con éxito dentro de este mercado
- En cuanto a las razones para invertir en las titularizaciones de inmuebles, de los 25 inversionistas, 13 mencionaron como principal motivación la rentabilidad, 3 la seguridad o garantía, y 1 la posibilidad de diversificar los riesgos. La baja frecuencia con que son mencionados aspectos definitivos en una titularización inmobiliaria como son la seguridad y la posibilidad de diversificar los riesgos refuerzan la conclusión de que este mercado no tiene aun suficiente claridad sobre estos títulos.
- En cuanto a las razones para no invertir, mencionados por algunos inversionistas, se cuentan: estancamiento de la propiedad raíz en cinco ocasiones, prohibiciones legales en cuatro ocasiones, por riesgo en dos ocasiones, problemas de valoración en dos ocasiones y otras menos concretas como inmadurez del mercado y falta de conocimiento.

(e) Los inversionistas y otras clases de titularizaciones

Otras posibilidades de titularización son poco conocidas por los inversionistas institucionales. En la encuesta fueron mencionadas las de activos fijos (pueden referirse también a las inmobiliarias) en 11 oportunidades, las de tarjetas de crédito (son una clase de titularizaciones de cartera) en 9 oportunidades, y de flujos futuros como arrendamientos y concesiones en 3 oportunidades.

4. Conclusiones de la encuesta

- En general, los inversionistas institucionales han invertido una proporción baja de sus portafolios en títulos de renta variable. Solamente las Compañías de Seguros muestran preferencia por las acciones, inversiones que orientan a empresas de sus propios grupos económicos. El inversionista de portafolio de acciones, que compra estos títulos por sus perspectivas de valorización y los vende cuando la ha logrado, es prácticamente inexistente en Colombia dentro del sector de inversionistas institucionales.

- La falta de experiencia en inversiones de renta variable que muestran los inversionistas institucionales implica que las titularizaciones de títulos de participación tengan pocas perspectivas de desarrollo en el corto plazo.

- Las inversiones de renta fija de mediano y largo plazo, venían ganando participación en los portafolios de los inversionistas institucionales, como lo muestra su composición actual. Sin embargo, esta tendencia se está revirtiendo, mostrando la encuesta una preocupante preferencia de los inversionistas por las inversiones de corto plazo. La razón principal que aducen es la valoración de los portafolios a precios de mercado en la forma como quedó reglamentada en la Resolución 200 de la Superintendencia Bancaria. Tal valoración, por una parte, obliga a reconocer en los estados de pérdidas y ganancias en forma rápida, las equivocaciones que se hubieran podido cometer en la selección de las inversiones, lo cual en el caso de las del largo plazo, puede originar pérdidas cuantiosas. Por otra parte, la inestabilidad en las tasas de interés hace que, aun en portafolios cuidadosamente seleccionados los títulos de largo plazo ocasionen utilidades o pérdidas de manera difícilmente controlable. Otra situación que en nuestro concepto produce la marcada preferencia por inversiones de corto plazo es que cuando estas inversiones tienen altas tasas reales de rentabilidad, se torna baja la motivación para invertir en títulos de mediano y largo plazo. Una vez cambie esta situación coyuntural,

esperamos una mejoría en la preferencia por estos títulos. Las respuestas dadas por los inversionistas muestran la importancia de revisar los mecanismos de valoración de la Resolución 200 de manera que puedan adaptarse a la realidad del mercado colombiano donde existe una alta variabilidad de las tasas de interés y donde por el poco desarrollo del mercado secundario, la rotación de los portafolios no es significativa.

- Un ambiente favorable a las inversiones de mediano y largo plazo es un requisito indispensable para el desarrollo de las titularizaciones, ya sean ellas de títulos de crédito o de participación.

- Las emisiones de títulos del Banco de la República y de la Tesorería Nacional, con altas tasas reales de rentabilidad, y dadas sus optimas características de seguridad y liquidez a través del mercado secundario, representa una fuerte competencia frente a otras clases de títulos incluyendo las titularizaciones. Adicionalmente está la obligación de invertir en estos títulos para algunos de los inversionistas institucionales.

- Las titularizaciones pueden competir favorablemente, frente a otros títulos de mediano y largo plazo, al ser percibidas por los inversionistas como una inversión segura y rentable. Una mejor perspectiva se lograría al conseguir desarrollar el mercado secundario de estos títulos. Las cifras registradas en 1995 muestran que de las transacciones realizadas en la Bolsa de Bogotá el 27% fue en el mercado primario y el 73% en el secundario. De las operaciones de titularización el 14% fue primario y el 86% secundario. Sin embargo, de acuerdo a los comentarios de corredores de bolsa, el mercado secundario de títulos como bonos y titularizaciones está conformado en su mayoría por operaciones tipo carrusel y otras similares. La circulación libre de títulos en el mercado secundario parece ser muy escasa.

- El desarrollo de las titularizaciones inmobiliarias, no obstante la expectativa que han despertado entre los inversionistas, requiere una clarificación de sus características y la generación de herramientas para evaluarlos tales como estadísticas confiables sobre valorización, y avalúos de buena calidad.

VII. CONCEPTO ORGANISMOS GUBERNAMENTALES

Con el propósito de conocer el concepto de los organismos gubernamentales que en alguna forma están relacionados con los procesos de titularización se realizaron entrevistas con diferentes funcionarios de la Superintendencia Bancaria, la Superintendencia de Valores y el Ministerio de Hacienda. Los conceptos predominantes son los siguientes:

- El mecanismo de titularización puede ser útil siempre que se emplee para objetivos "legítimos". La principal utilidad es la de permitir el acceso a recursos de mediano y largo plazo del mercado de capitales para entidades financieras pequeñas, consideradas débiles en su estructura financiera. En su concepto, las CAVS no requieren del mecanismo de titularización para obtener recursos, pues son consideradas en el mercado como los mejores riesgos, y la titularización se emplea frecuentemente para mejorar el riesgo del emisor.
- Consideran que la forma como se estaba utilizando el mecanismo por las entidades financieras, de acuerdo con la reglamentación que existía, conllevaba a una disminución de los requeridos patrimoniales para el mismo nivel de riesgo. En su opinión, todo el riesgo de la cartera titularizada ha permanecido en las originadoras, por lo cual no se justifica una disminución de los requeridos patrimoniales.
- La disminución de otros riesgos diferentes a la pérdida de cartera no ameritan consideraciones en cuanto a la relación activo de riesgo a patrimonio pues dicha relación no los contempla
- Consideran que existen tres riesgos derivados de la utilización de titularizaciones de cartera por parte de las instituciones financieras:

(a) Disminución del ritmo de capitalización y debilitamiento de la solidez patrimonial. Sin una reglamentación contable cuidadosa las entidades podrían utilizar el mecanismo para continuar creciendo sus operaciones sin incrementar patrimonio y manteniendo en todo caso los riesgos de su cartera.

(b) Utilización del mecanismo para disminuir sus impuestos. Al titularizar cartera de tasa de interés inferior a la de los títulos, puede anticiparse una pérdida con la consiguiente disminución de impuestos.

(c) Decisiones gerenciales inconvenientes. También con el mecanismo de titularizaciones pueden anticiparse utilidades con lo cual podría fortalecerse los resultados presentes de la entidad a costa de debilitar los futuros.

- En cuanto a otras titularizaciones destaca el caso de las inmobiliarias que podrían aportar un valor agregado importante para los inversionistas individuales al permitirles acceder a la inversión inmobiliaria más llamativa y, en general para todo el mercado, al permitirle una inversión inmobiliaria diversificada.
- Consideran que es urgente desarrollar criterios y reglamentaciones claras en los aspectos contables de todas las titularizaciones de manera que se puedan reflejar adecuadamente los efectos favorables o la asunción de riesgos por parte de los originadores y de los inversionistas. Igualmente es necesario definir con claridad la metodología para que los inversionistas puedan hacer la valoración de los títulos.

  Tanto para las titularizaciones como para otros mecanismos del mercado de capitales es necesario intensificar las labores de promoción y capacitación a nivel de emisores, bancos de inversión, corredores de bolsa y otros agentes del mercado de manera que se pueda acelerar el desarrollo del mercado aprovechando la completa base legal que ha sido desarrollada en los últimos años.

VIII. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A. CONCLUSIONES

- La titularización es un mecanismo de reciente aparición en los mercados de capitales que ha logrado ya alguna participación de mayor o menor envergadura de acuerdo a las características particulares de cada mercado y a la adaptación de sus normas y reglamentaciones. El país más importante sin lugar a dudas en materia de titularización es los EE.UU. donde las titularizaciones de cartera hipotecaria tienen ya tradición y recientemente han aparecido casos diferentes donde los emisores e inversionistas han encontrado útil el mecanismo. También han iniciado desarrollos en titularización el Reino Unido, Francia, España, Canadá, Japón y algunos mercados emergentes como Chile y México.
- Los principales beneficios de la titularización para el originador son la diversificación y ampliación de fuentes de financiación y reducción de sus costos, la diversificación de riesgos, mejoramiento de los indicadores financieros y la reducción de las presiones de capital sobre los balances. También se mencionan como beneficios indirectos de la titularización el mejoramiento de la información sobre los activos y el análisis de los riesgos de dichos activos.
- Para una entidad financiera la obtención de recursos a través de procesos de titularización de su cartera sería ligeramente superior a su costo actual de captación a través de CDT (costo de la titularización DTF+3.78% y costo CDT DTF+3.51%). Teniendo en cuenta las otras ventajas relacionadas con la administración de sus riesgos y una consecuente disminución por esta razón de sus relaciones entre sus operaciones activas y su patrimonio, el mecanismo de titularización resulta altamente llamativo. Una entidad del sector real podría obtener recursos significativamente menos costosos ya que en el mejor de los casos, podría obtener créditos en moneda nacional de mediano y largo plazo a una tasa del DTF+6%. De tenerse en cuenta de todas maneras que la titularización representa para la empresa del sector real, una inversión de tiempo y de capacidad administrativa superior a requerida para la obtención

de recursos a través de cartera, se concluye que el mecanismo se justifica en los casos en que tenga ventajas en cuanto a la distribución de riesgos o a la misma evaluación del riesgo que la empresa representa para los inversionistas.

- Para el inversionista los principales beneficios son la facilidad para evaluar los riesgos, una mejor relación riesgo-rentabilidad, la posibilidad de diversificar el riesgo dentro del portafolio de inversión, la ampliación de las posibilidades de inversión en títulos de mediano y largo plazo y la reducción de los costos de monitoreo.
- Un alto porcentaje de las titularizaciones en mercados extranjeros y en Colombia corresponde a cartera hipotecaria de vivienda donde la relativa homogeneidad, su seguridad y la existencia de una base amplia de estadísticas que permite predecir los flujos y calcular sus riesgos la han constituido como el activo titularizable por excelencia. Por otra parte, continuamente el mercado está identificando otros activos que presentan características similares y que constituyen buenas oportunidades de titularización. Dentro de tales activos cabe mencionar el de otras carteras del sistema financiero y de empresas del sector real, los cánones de leasing y más recientemente los flujos provenientes de obras de infraestructura.
- Colombia cuenta con un completo desarrollo normativo donde problemas aún no resueltos en otros mercados como el de los vehículos para efectuar las titularizaciones y conseguir un efectivo aislamiento de los activos titularizados del resto de activos del originador se encuentran convenientemente definidos. Sin embargo, las reglamentaciones contables son aún escasas y sujetas a agudas controversias.
- El mecanismo de titularización cuenta con un ambiente favorable por parte de originadores en el sector financiero e inmobiliario y algunas expectativas en entidades del sector real, entidades territoriales y concesionarios de obras de infraestructura. Por las características de los títulos las mayores posibilidades de desarrollo se encuentran en las carteras del sector financiero y especialmente la hipotecaria de vivienda y en los flujos de las obras de infraestructura en aquellos casos en que el Estado por diversos mecanismos garantiza un flujo mínimo o, como en el caso de las carreteras donde el Ministerio de Transporte cuenta

con estadísticas de los flujos vehiculares por mas de 30 años. La titularización de inmuebles tiene buenas oportunidades de desarrollarse faltando por ahora bases estadísticas. Una primera aproximación al monto de activos titularizables nos muestra que en Colombia existe un potencial de aproximadamente US$15 billones con previsibilidad del flujo, las suficientes bases estadísticas que permitan cuantificar los riesgos y la homogeneidad requerida por este mecanismo. A agosto de 1995 según datos de Superintendencia de Valores, el monto total de las ofertas públicas aprobadas era de $216 mil millones de los cuales se había colocado un monto aproximado de $70 mil millones.

- De acuerdo con la experiencia de las titularizaciones ofrecidas en el mercado, puede concluirse que la alta calificación obtenida a través de sólidas estructuraciones, no ha originado el premio en tasa correlativo. La reciente iniciación de la calificación para el mercado de valores en Colombia, puede ser la causa fundamental de este fenómeno y según la experiencia de otros mercados, puede esperarse que en un futuro próximo tal situación se corrija y el mercado premie con mejor tasa las mejores calificaciones. Tal diferenciación será otro estímulo importante para las titularizaciones donde emisores relativamente débiles podrán originar titularizaciones de alta calificación y de esta manera financiarse a tasas menores a las que tendrían que pagar por bonos emitidos directamente.
- Dentro del mercado inversionista institucional las características de seguridad y rentabilidad del instrumento son claramente percibidas y podría predecirse una destacada participación de las titularizaciones en sus portafolios en caso de existir una oferta suficiente. Una cuantificación del monto que los inversionistas institucionales podrían invertir en títulos con las características de los de las titularizaciones nos presenta un monto de $850 mil millones aproximadamente. La diferencia entre el potencial de emisión y la capacidad de inversión refleja el desbalance típico de una economía en desarrollo y particularmente la estrechez del mercado de capitales en Colombia.
- Para el desarrollo del mercado de capitales colombiano la titularización podría representar una vía intermedia entre las inversiones en títulos de entidades financieras y otros títulos de

deuda y las acciones, con una mejor combinación de riesgo, rentabilidad y plazo, evitando otros problemas como es el caso de la pérdida del control político en las empresas. La titularización es un mecanismo útil para canalizar ahorros internos y externos hacia sectores prioritarios como son los de construcción de vivienda y construcción de obras de infraestructura.

- En Colombia al igual que en otros países la regulación ha representado un punto de controversia y ha contado con la natural preocupación de las entidades de control, especialmente en cuanto pueda significar una disminución injustificada de los requeridos de patrimonio en las entidades financieras. Sin embargo, en general las entidades gubernamentales aprecian el mecanismo en forma positiva, como un instrumento útil al mercado de capitales, especialmente en el caso de las titularizaciones inmobiliarias las que consideran que aportan un mayor valor agregado a emisores e inversionistas.

B. RECOMENDACIONES

- Para el desarrollo del mecanismo de titularización, siendo su ventaja fundamental la de permitir un manejo diferenciado de riesgos tanto desde el punto de vista de los emisores como de los inversionistas, es necesario orientar las reglamentaciones en el sentido de permitir que dicha característica pueda realizarse y tener un reflejo contable consecuente. En este sentido consideramos necesario:

(1) Desarrollar y definir una metodología para el cálculo de los índices de siniestralidad que permita en una forma confiable diferenciar y cuantificar los riesgos más importantes a que están expuestos los activos titularizables.

(2) La legislación, la doctrina y la jurisprudencia relativa a los patrimonios autónomos implican que los activos no hacen parte de los activos del originador y no son consolidados con éstos en caso de insolvencia, quiebra o concordatos. Esta característica debe ser reforzada en todas las instancias especialmente a nivel de la Superintendencia de Sociedades, entidad que le

corresponde la administración de los concordatos y de la Superintendencia Bancaria para la casos de intervención de entidades financieras.

(3) En los procesos de calificación de los títulos por parte de la Sociedad Calificadora de Valores, debería solicitarse un máximo esfuerzo para efectos de calcular el riesgo con base en el propio de los activos titularizados independientemente del resto de los activos del originador.

(4) Es necesario continuar con el proceso de reglamentación contable de los diversos tipos de titularización (cartera del sector real, cánones de leasing, inmuebles y proyectos de construcción, flujos futuros, etc.) y definir con exactitud la metodología para su valoración dentro de los portafolios.

(5) Consideramos conveniente revisar la reglamentación sobre el cálculo de la ponderación por riesgo de las carteras titularizadas del sector financiero. Colombia cuenta con un estricto régimen de relaciones de solvencia y de provisiones de cartera que en nuestro concepto permitirían alguna libertad en cuanto a aceptar que las provisiones y los respaldos patrimoniales requeridos fueran el fruto del análisis específico de los activos titularizados. En este sentido podría establecerse que el respaldo requerido para el riesgo de pérdida de cartera fuera el que resultara del análisis concreto de la cartera titularizada siguiendo metodologías adecuadas. En complemento sería conveniente motivar el traslado efectivo de otros riesgos como son el de tasas de interés y de liquidez con lo cual se estaría obteniendo fortificar en definitiva la solidez general de la respectiva institución financiera.

- Un desarrollo rápido de estas emisiones en el corto plazo se tropezaría con la limitación de posibilidades de inversión de los inversionistas institucionales. Para lograr una ampliación del volumen que podría ser absorbido por el mercado inversionista, es necesario el desarrollo de un activo y eficiente mercado secundario para estos títulos.
- Para el caso de las titularizaciones inmobiliarias es necesario que entidades como la Lonja de Propiedad Raíz y Camacol desarrollen bases estadísticas, clasificando diversas categorías de inmuebles y presentando para cada una su historia de valorización.

- Se debe fomentar el desarrollo de Fondos de Inversión en Infraestructura como mecanismos de temporales mientras se desarrollan los mercados de capitales. Los casos de Jamaica, Pakistán, Indonesia y Tailandia resultan ilustrativos al respecto. Estos fondos constituyen mecanismos institucionales (privados y/o públicos) de transición mientras se desarrollan los mercados de capitales. Una característica importante de estos fondos es su capacidad de diversificar riesgos entre proyectos y apalancar recursos importantes para cofinanciar proyectos. [43]
- Que el Gobierno Nacional destine un presupuesto para desarrollar cursos de capacitación en diversos aspectos del mercado de capitales y particularmente en la estructuración de titularizaciones y el manejo adecuado de portafolios.

[43] Ver el Capítulo sobre Financiación de Proyectos de Infraestructura en especial lo referente a las garantías ha ser asumidas por el sector público.

Cuadro 1:

Efectos titularización sobre los Indicadores Financieros de una Empresa

Balance Financiero

	Base	*Caso A*	*Caso B*		*Base*	*Caso A*	*Caso B*
Activos				**Pasivos**			
Créditos	$ 200	$ -	$ 200	Deuda	$ 600	$ 400	$ 600
Otros Activos	$ 1,800	$ 1,800	$ 1,800	Otros Pas.	$ 1,300	$ 1,300	$ 1,300
Total	$ 2,000	$ 1,800	$ 2,000	**Capital**	$ 100	$ 100	$ 100
				P + C	$ 2,000	$ 1,800	$ 2,000

Estado Perdidas y Ganancias

	Base	*Caso A*	*Caso B*
Ingresos			
Intereses Inversiones	$ 9.6	$ 9.6	$ 9.6
Intereses Créditos (12%)	$ 24.0		$ 24.0
Otros Intereses	$ 158.0	$ 158.0	$ 158.0
Gastos Intereses			
Depósitos	$ 70.0	$ 70.0	$ 70.0
Deuda (10%)	$ 60.0	$ 40.0	$ 60.0
Ingresos Netos Intereses	$ 61.6	$ 57.6	$ 61.6
Ingresos Servicio Deuda		$ 14.0	$ 14.0
Gastos Operación	$ 20.0	$ 20.0	$ 22.0
Otros Gastos	$ 10.0	$ 10.0	$ 10.0
Ingreso antes Impuestos	$ 31.6	$ 41.6	$ 43.6
Impuestos	$ 10.7	$ 14.1	$ 14.8
Ingreso Neto	$ 20.9	$ 27.5	$ 28.8
Razones Financieras			
Capital/ Activos	5.00%	5.56%	5.00%
Retorno Activos	1.04%	1.53%	1.44%
Retorno Capital	20.86%	27.46%	28.78%

Nota: Caso A: Los créditos son titularizados y los recursos van a pagar deuda.

Caso B: Los créditos son titularizados y los recursos van adquirir nuevos créditos.

Cuadro # 2

EE.UU. : Programas Gubernamentales de CTD

	GNMA - I	GNMA - II	FHLMC - PC	FNMA - MBS
GARANTIA	Garantía equivalente a gobierno EE.UU.. Pago oportuno de intereses y capital garantizados por GNMA	Igual GNMA - I	Pago oportuno de intereses y eventual pago de capital garantizado por FHLMC.	Pago oportuno de intereses y capital garantizado por FHLMC.
TIPOS DE CREDITOS	Principalmente para vivienda uni-familiar garantizados por FHA y VA. Créditos otorgados hace menos de 1 año.	Igual GNMA - I	Principalmente préstamos convencionales. No tiene requisitos en el tiempo de otorgamiento.	Similar FHLMC
TAMAÑO MINIMO POOL ACTIVOS	US $ 1 Millón ((US$ 250,000 para hogares móbiles)	US $ 1 Millón	US $ 1 millón Programa Garante. US$ 50 Millones Programa Efectivo	US $ 1 Millón
MAXIMO TAMAÑO CREDITO	US $ 135,000	US $ 135,000	US $ 115,300	US $ 115,300
TASA INTERES CREDITOS TITULAR.	Constante	Maxima variación de 100 bp entre máxima y mínima.	Maxima variación de 200 bp entre máxima y mínima.	Maxima variación de 200 bp entre máxima y mínima.
MADURACION ORIGINAL	Max. 30 años (40 años para construccionesy pools de proyectos)	Max 30 años	10-30 años	10-30 años
ORIGINADOR	Bcos. Hipotec., S&L's, Bcos. Ahorro y Bcos. Comerciales	Igual GNMA- I (pools de emisores múltiples son posibles)	Igual GNMA- I (emisor único o pool de FHMLC)	Igual GNMA- I (emisor único o pool de FNMA)
COMISION SERVICIO (bp)	44 bp	44-144 bp. Depende de la tasa de interés	37.5 - 225 bp (promedio= 60)	25-225 bp (promedio=75)
COSTO GARANTIA	6 bp	6 bp	25 bp	25 bp
FRECUENCIA PAGO	Mensual	Mensual	Mensual	Mensual
PERIODO DEMORA PAGO	45 días	50 días	75 días	55 días
DENOMINAC. MIN. TITULOS	US $ 25,000	US $ 25,000	US $ 25,000	US $ 25,000

Fuente: Garcia (1995)

Cuadro 3:

EE.UU.: Nuevas Titularizaciones por Tipos de Activos

	Billones de US $		*Participaciones(%)*	
	1992	*1993*	*1992*	*1993*
Finca Raíz (1)	376.0	419.0	88.3%	87.5%
Vivienda	367.3	410.5	86.2%	85.7%
Propiedades comerciales	8.7	8.5	2.0%	1.8%
Otros Activos	50.0	60.0	11.7%	12.5%
Total	*426.0*	*479.0*	*100.0%*	*100.0%*

(1): Incluye préstamos de vivienda unifamiliar, multifamiliar y propiedades comerciales.

Fuente: Borod (1994)

Cuadro 4

E.E.U.U. Cronología de innovaciones en la Titularización de Activos No Hipotecarios

Tipo de Colateral	*Fecha de Emisión*	*Cantidad Emitida US$ Billions (hasta Dic / 91)*
Cánones de Leasing Computadores	Marzo 1985	$ 1.3
Prestamos Automóviles	Mayo 1985	$ 60.0
Tarjetas de Crédito	Enero 1987	$ 64.6
Cuentas por Cobrar Comerciales	Septiembre 1987	$ 0.3
Prestamos Consumo	Noviembre 1987	$ 1.1
Prestamos Camiones	Mayo 1988	$ 0.6
Prestamos Botes	Septiembre 1988	$ 1.0
Prestamos Vivienda Empresarial	Septiembre 1988	$ 5.2
Cánones Leasing Aviones	Septiembre 1988	$ 0.2
Cánones Leasing Equipos	Octubre 1988	$ 0.6
Prestamos RV	Diciembre 1988	$ 1.4
Prestamos Capital Vivienda	Enero 1989	$18.5
"Timeshare Receivables"	Agosto 1989	$ 0.1
Total		$ 154.9

Cuadro # 5

COMPARACION DEL PATRIMONIO REQUERIDO INCLUIDAS LAS PROVISIONES PARA UNA ENTIDAD FINANCIERA QUE TITULARIZA SU CARTERA FRENTE A LA ALTERNATIVA DE NO TITULARIZAR

	SIN TITULARIZACION			CON TITULARIZACION		
AÑO	PATRIM $	PROVIS $	TOTAL $	PATRIM $	PROVIS $	TOTAL $
1	4.5	0.002	4.502	0.0	5.3	5.3
2	3.6	0.004	3.60	0.0	5.3	5.3
3	2.7	0.34	3.040	0.0	5.3	5.3
4	1.8	1.67	3.4	0.0	5.3.	5.3
5	0.9	2.75	3.65	0.0	5.3.	5.3

Fuente: Cálculos realizados por SELFINVER

Cuadro # 6

OFERTAS PUBLICAS APROBADAS DE PROCESOS DE TITULARIZACION

Año	No de ofertas Aprobadas	Monto aprobado (millones $)	Monto de ofertas Colocado (millones $)	%
1993	2	63.691	11.716	18.39
1994	9	161.647	49.914	30.87
1995*	7	216.646	45.767	21.12

*Datos a Agosto 31

Fuente: Superintendencia de Valores

Cuadro # 7

RENTABILIDAD Y PLAZOS DE TITULARIZACIONES DE CARTERA

Titulo	Rentabilidad	Plazo
Títulos Oro Bancafé	DTF + 2	36 meses
THD- Emisión 1.994-1	DTF +1 hasta DTF+3 dependiendo del plazo.	Serie A1 12 meses hasta Serie A7 78 meses.
THD Emisión 1.995-1	DTF+1 hasta DTF+3.25 dependiendo del plazo.	Serie A1 12 meses hasta Serie A7 78 meses.
THG 1.995 -1	CM +9,00 hasta CM+10,50	Entre 1,2 y 5 años.
Certificados Sidor	9% T.V. pagadero en dólares.	18 meses
Títulos Rentamax	DTF+3.8 T.A.	5 años
THC	CM+10 hasta CM +11	serie A 12 meses, Serie B 24 meses.

Fuente: Avisos de Oferta Pública en periódicos de circulación nacional en Colombia.

CUADRO # 8

TITULARIZACION DE CARTERA

CALCULO DE COSTOS FRENTE A CDT

INTERES PAGADO AL INVERSIONISTA — DTF = 25.00% TA

DTF+ 2.00% — 27.00% TA

PLAZO 18 MESES

FLUJO		MOMENTO 0	TRIM 1	TRIM 2	TRIM 3	TRIM 4	TRIM 5	TRIM 6
VALOR TITULOS COLOCADOS		20,000,000						
SALDO TITULOS			20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	0
AMORTIZACION TITULOS			0	0	0	0	0	20,000,000
INTERESES TITULOS		1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	0
FLUJO DE TITULARIZACION		-18,650,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	1,350,000	20,000,000
GASTOS TITULARIZACION								
REGISTRO NAL DE VALORES		14,180		250		250		250
ASESORIA	0.30%	60,000						
DERECHOS DE OFERTA		7,000						
REGISTRO BOLSA		4,500						
CALIFICACION		17,000				8,500		
PUBLICIDAD		5,452						
AGENTE DE MANEJO	0.30%		15,000	15,000	15,000	15,000	15,000	15,000
COLOCACION	1.00%	200,000						
REPRESENTACION LEGAL	0.30%	60,000				4,000		
TOTAL GASTOS		368,132	15,000	15,250	15,000	27,750	15,000	15,250
TOTAL GASTOS CON INT+AMORT		1,718,132	1,365,000	1,365,250	1,365,000	1,377,750	1,365,000	20,015,250
FLUJO NETO TITULARIZACION		18,281,868	-1,365,000	-1,365,250	-1,365,000	-1,377,750	-1,365,000	-20,015,250

TIR	7.75%
TV	31.02%
TA	28.78%
DTF +	3.78%

El costo de consecución de los recursos a través de la titularización de la cartera es del 7.75% trimestral que equivale a un 31.02% trimestre vencido o un 28.78% trimestre anticipado. Puesto que para el ejercicio hemos supuesto un DTF del 25%TA, el costo de la titularización es del DTF+3.78%.

Fuente: Cálculos de SELFINVER, BANCA DE INVERSION

CUADRO # 8

COSTO CDT RENOVABLES CADA 90 DIAS		MOMENTO 0	TRIM 1	TRIM 2	TRIM 3	TRIM 4	TRIM 5	TRIM 6
VALOR TITULOS COLOCADOS		20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000
SALDO TITULOS			0	0	0	0	0	0
AMORTIZACION TITULOS			20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000	20,000,000
INTERESES + COLOCACION =DTF+		1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	1,250,000	
REGISTRO EN BOLSA		4,500						
ADMINISTRACION	0.15%		7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500
ENCAJE	10%	2,000,000	0	0	0	0	0	-2,000,000
INVERSION OBLIGATORIA	7%	1,400,000	0	0	0	0	0	-1,400,000
REND. INV. OBLIGATORIA	DTF-2%		-80,500	-80,500	-80,500	-80,500	-80,500	-80,500
VALOR FLUJO CDT		15,345,500	-1,177,000	-1,177,000	-1,177,000	-1,177,000	-1,177,000	-16,527,000

TIR	7.67%
TV	30.70%
TA	28.51%
DTF +	3.51%

El costo de consecución de los recursos a través de CDT renovable a 90 días es del 7.67% trimestral o el 30.70% nominal vencido, equivalente al 28.51% trimestre anticipado o al DTF+3.51% cuando el DTF está en el 25% como se supuso en este ejercicio.

Fuente: Cálculos de SELFINVER, BANCA DE INVERSION

CUADRO # 9
CUANTIFICACION MERCADO EMISOR
Junio de 1.995

Sector Financiero

Entidad	Activo	Valor (Millones de $)
Bancos	Cartera Tarjetas de Credito	683,362
Corporaciones Financieras	Cartera Comercial	3,066,026
	Cartera de consumo	85,921
Corporaciones de Ahorro y Vivienda *	Cartera Constructores	1,165,456
	Cartera hipotecaria vivienda	5,652,573
Compañias de Financiamiento Comercial	Total cartera	1,620,089
	Total hipotecaria	9,220
	Hipotecaria vigente	8,449
	Bienes dados en leasing	299,485
Compañias de Financiamiento Comercial- Especializadas en Leasing	Bienes en leasing	2,213,435
Total Sector Financiero		**12,572,912**
Sector Real		
Empresas con cartera clientes superior a 10.000 millones	30 empresas	724,368
Total Sector Real		**724,368**

* Datos a Julio 28 de 1.995

Fuente: Asociaciòn Bancaria y de entidades financieras - Superintendencia de Valores- Anexo 1

Cuadro # 10

PRINCIPALES EMPRESAS CON CARTERA COMERCIAL SUPERIOR A 10,000 MILLONES

Junio de 1.995

Millones de pesos

NOMBRE	DEUDORES CLIENTES
AEROVIAS NACIONALES DE COLOMBIA S.A.	61,428
ENKA DE COLOMBIA S.A.	50,501
CARVAJAL S.A.	46,725
FABRICA DE HILADOS Y TEJIDOS DEL HATO S	40,680
CARTON DE COLOMBIA S.A.	37,010
BAYER DE COLOMBIA S.A	33,777
MONOMEROS COLOMBO-VENEZOLANOS	31,805
INDUSTRIA COLOMBIANA DE LLANTAS S.A.	31,054
CIA COLOMBIANA DE TEJIDO S.A	30,862
BASF QUIMICA COLOMBIANA S.A.	29,578
CONCONCRETO INGENIEROS CIVILES S.A.	28,481
CRISTALERIA PELDAR S.A.	27,444
INDUSTRIAS ALIMENTICIAS NOEL S.A.	25,526
HOECHST COLOMBIANA S.A.	24,986
INGENIO DEL CAUCA S.A.	21,988
DISTRAL S.A. EMPRESA MULTINACIONAL ANDIN	21,462
CIA NACIONAL DE CHOCOLATES S.A.	18,694
QUIMICA INDUSTRIAL Y TEXTIL QUINTEX S.A	16,512
TEJIDOS EL CONDOR S.A.	13,939
SOC. ACUEDUCTO Y ALCANTARILLADO Y ASEO D	13,675
COLOMBINA S.A.	13,260
PRODUCTOS FAMILIA S.A.	12,582
PRODUCTOS FITOSANITARIOS PROFICOL EL CA	12,187
FIBRATOLIMA S.A.	12,108
ALUMINIO NACIONAL S.A.	11,845
PLANETA COLOMBIANA-EDITORIAL S.A.	11,750
MANUELITA S.A.	11,687
BAVARIA S.A.	11,439
PAPELES NACIONALES S.A.	11,281
PAVCO S.A.	10,100
Total	**724,368**

Fuente: Superintendencia de Valores

CUADRO # 11

CUANTIFICACION DE ACTIVOS TITULARIZABLES
SECTOR DE INFRAESTRUCTURA

	Valor inversiòn Millones de $	Financiaciòn aproximada Millones de $
Vias y Carreteras (1.994 - 1.998)		
Programa de Concesiones	1,392,572	835,543
Inversiòn Publica	2,031,966	1,038,925
Red Ferrea (1.995 - 1.998)		
Inversiòn Publica	540,636	237,880
Puertos (1.995 -1.998)		
Inversiòn Privada	64,692	28,464
Inversiòn Publica	78,698	34,627
Telecomunicaciones (1.995 - 1.998)		
Inversiòn Publica	2,300,497	1,150,249
Inversiòn Privada	1,330,300	665,150
	Millones de US$	**Millones de US$**
Agua Potable y Saneamiento Bàsico		
Inversiòn Publica	20	n.d.
Inversiòn Privada	134	n.d.
Generaciòn Electrica (1.995 - 2.007)		
Termoelectricas	4,190	2,933
Gasoductos (1.995 - 1.997)		
Infraestructura de transporte de gas natural	857	600

Fuente: Docuemntos Conpes 2775 y 2787 de 1995 y estimativos de la FEN

CUADRO # 12

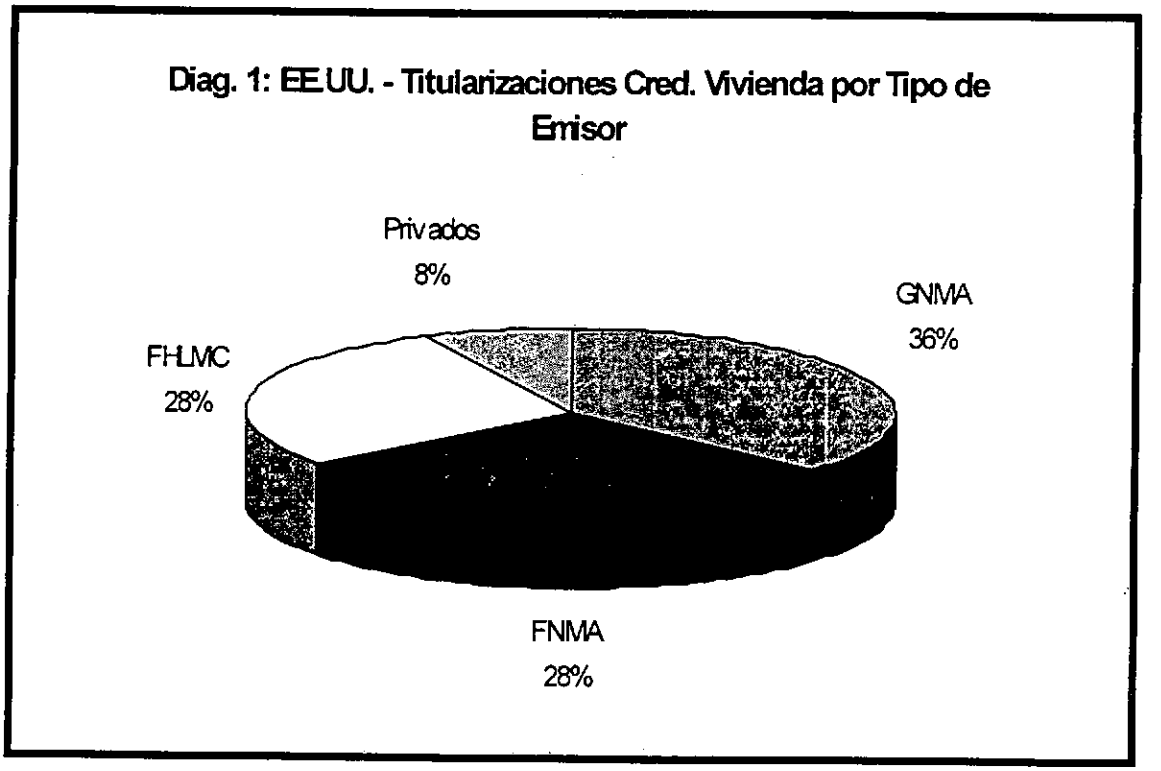
CUANTIFICACION DEL MERCADO INVERSIONISTA INSTITUCIONAL

TIPO DE ENTIDAD	No.	Valor del Portafolio (en millones de $)	Límites legales de inversión en titularización	Política actual de inversión a M y L plazo	Fecha	Cuantificación potencial de inversión *
Sociedades Fiduciarias 1. Inversión de recursos propios 2. Fondos comunes ordinarios	46	 105.389 1.506.067	-	15%	Julio 1995	 15.808 301.213
Compañías de Seguros sin caja agraria ni reaseguradoras	34	724.802	-	20%	Junio 1995	144.960
Fondos de Cesantías	16	544.768	15%-30%	40%	Julio 1995	81.715
Fondos de Mutuos de Inversión	6	86.539	30%	25%	Sep. 1995	25.962
Corporaciones Financieras	38	1.001.217	-	25%	Julio 1995	20.000
Fondos de Pensiones	9	184.702	15%-30%	40%	Agosto 1995	100.000
Fondos de Valores	7	105.155	-	20%	Octubre1995	170.000
TOTAL		4.258.639				859.658

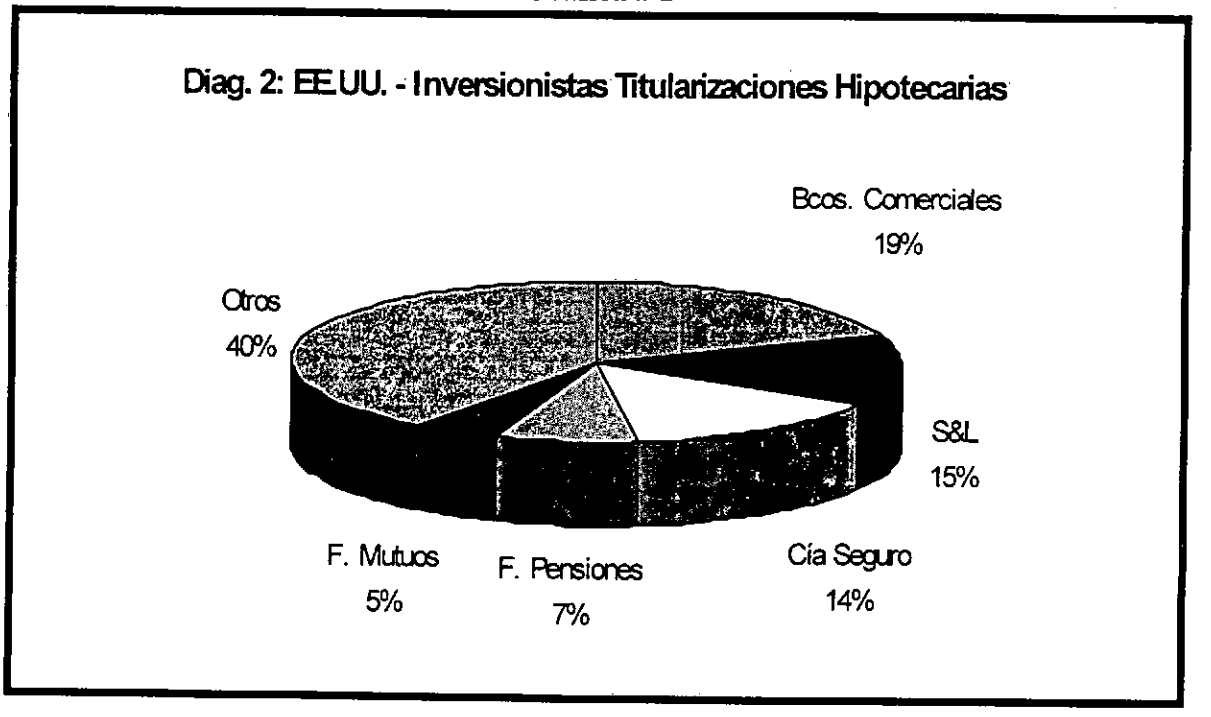
Fuente: Asociación bancaria y de entidades Financieras, Asociación de Fiduciarias y Fasecolda

* Este cálculo es realizado por SELFINVER basado en las rotaciones de los portafolios de cada inversionista de acuerdo a las entrevistas

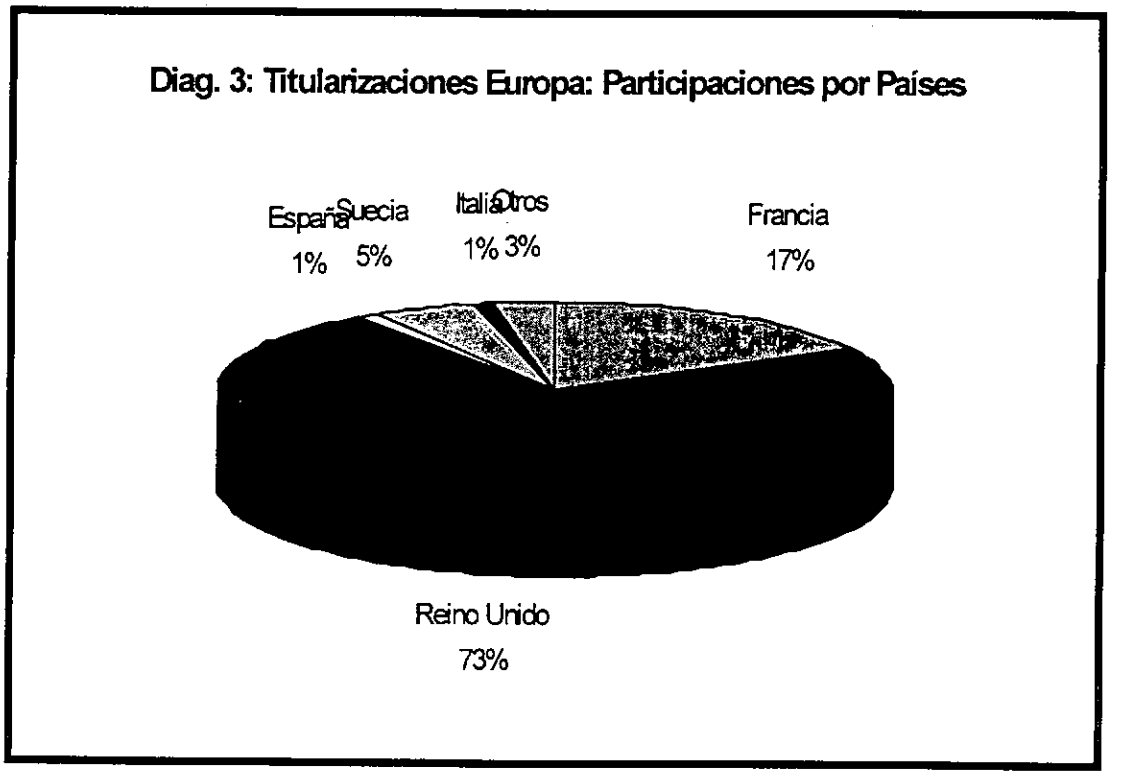
Gráfica # 1



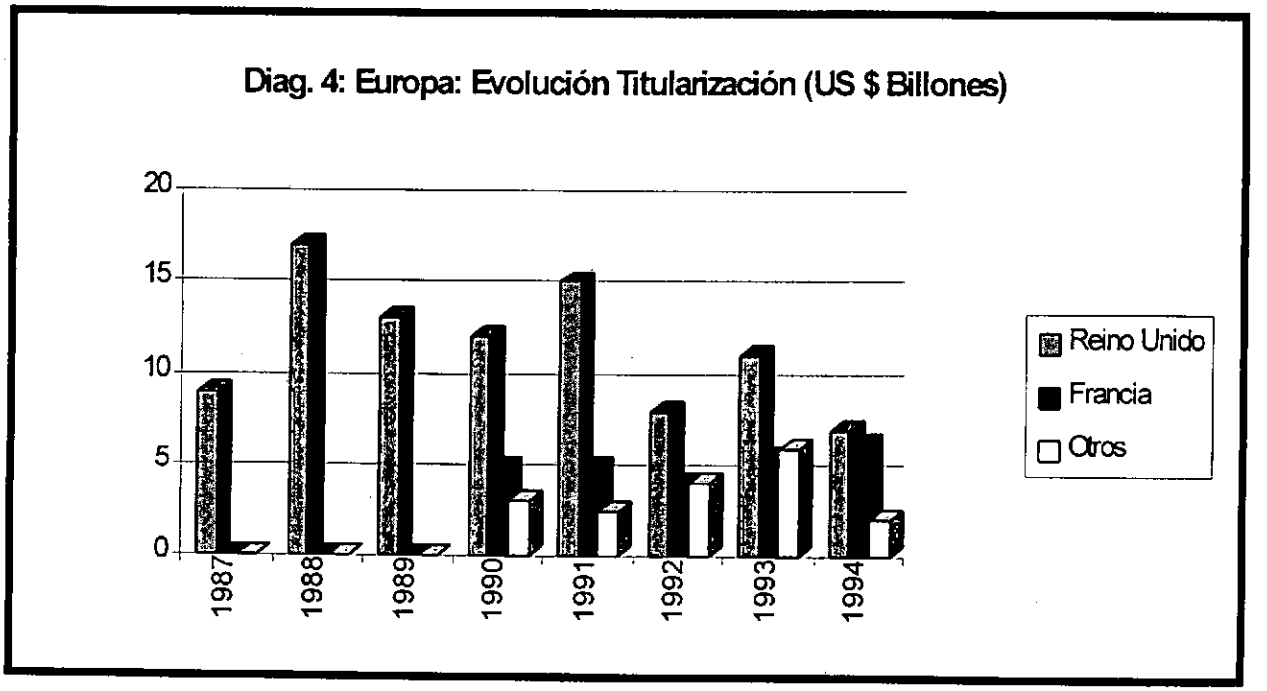
Gráfica # 2



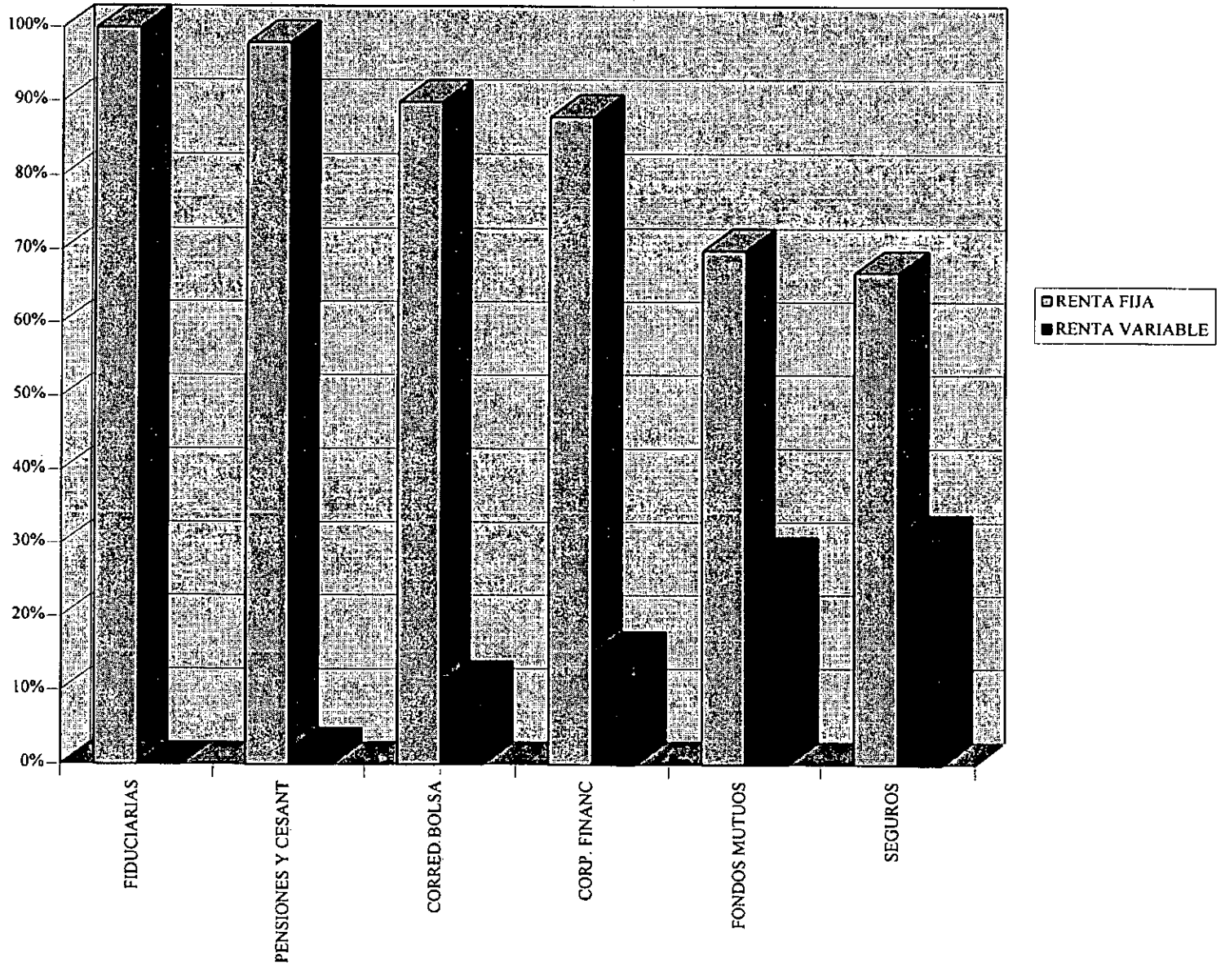
Gráfica # 3



Gráfica # 4



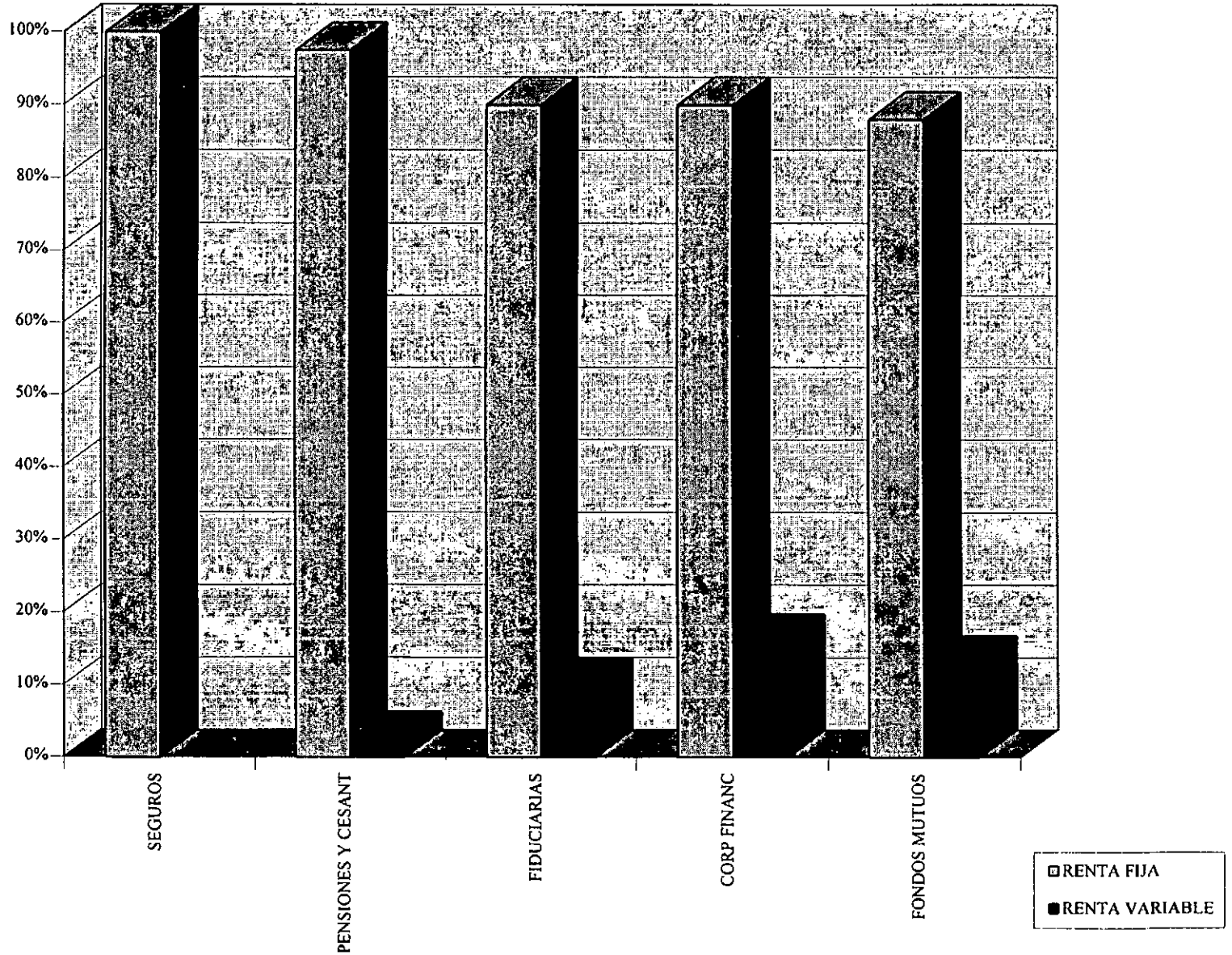
COMPOSICION ACTUAL DEL PORTAFOLIO
GRAFICA # 5



Fuente: Encuestas aplicadas a inversionistas

SELFINVER
BANCA DE INVERSION

POLITICA ACTUAL DE INVERSION
GRAFICA # 6



Fuente: Encuesta aplicada a inversionistas

SELFINVER
BANCA DE INVERSION

EVOLUCION Y PERSPECTIVAS DE LA

TITULARIZACION EN COLOMBIA

ANEXOS

Documento elaborado para la
MISION MERCADO DE CAPITALES

SELFINVER, BANCA DE INVERSION
JUAN PABLO TRUJILLO

ANEXO # 1

GARANTIAS Y MECANISMOS DE APOYO CREDITICIO Y SOPORTE DE LIQUIDEZ

Normalmente, la utilización de mecanismos de apoyo crediticio y soporte de liquidez para mejorar el perfil de riesgo del portafolio de activos titularizados y cubrir los riesgos de liquidez en los pagos a los inversionistas, no es considerado un requisito para la titularización. Si estos no existieran no podría decirse que no existe titularización. Sin embargo, estos se encuentran presentes en casi todas las titularizaciones para lograr su viabilidad, a través de la creación de títulos con un perfil de rentabilidad/riesgo que se ajuste a las preferencias del mercado. Los tipos de garantías e instrumentos de soporte de liquidez presentes en las titularizaciones pueden descomponerse en dos categorías dependiendo de si estos provienen de agentes *internos* o *externos* a la estructura de titularización antes descrita:

A. MECANISMOS INTERNOS

1. Subordinación

Este es un tipo de titularización en la cual existen por lo menos dos series o clases de títulos emitidos, una clase prioritaria y otra subordinada. Los flujos periódicos provenientes de los activos titularizados van primero al pago de los tenedores de la serie prioritaria. Luego, hasta cierto monto, los recursos van a un fondo de reserva para cubrir a los tenedores prioritarios contra eventualidades futuras de no-pago. Los inversionistas subordinados sólo reciben dinero una vez los deudores prioritarios han sido cubiertos y los niveles predeterminados de recursos son depositados en el fondo de reserva.

2. **Sobrecolaterización**

   Este mecanismos involucra la asignación de activos cuyos flujos presupuestados exceden los pagos de capital e intereses en una cantidad que provee seguridad a los inversionistas y a las agencia de rating. Por lo general, este exceso en depositado en un fondo de reserva que protege a los inversionistas contra pérdidas.

3. **Amortización temprana**

   Este mecanismo, utilizado principalmente en titularizaciones de tarjetas de crédito, especifica determinados eventos que generan una amortización anticipada de los títulos. Por lo general, estos eventos se refieren a la disminución de la calidad de la cartera o de los servicios del agente de manejo y servicio.

4. **Sustitución de Cartera**

   Este es un compromiso entre el originador y la EOE mediante la cual el primero se compromete a recomprar los activos que presenten problemas de incumplimiento y morosidad y reemplazarlos por nuevos activos.

5. **Contratos de Apertura de Crédito**

   En este caso el originador abre una línea de crédito en favor de la EOE para cubrir cualquier faltante (temporal o estructural) de recursos que limite el pago de las obligaciones provenientes de los títulos emitidos.

6. **Garantía del Originador**

   Mediante un contrato de aval u otro tipo de garantía, el originador se compromete a cubrir cualquier obligación que los flujos provenientes del portafolio de activos titularizado no alcance a cubrir.[1]

7. **Venta a descuento**

   Esta es una forma de sobrecolateralización, mediante la cual el originador vende los activos a titularizar a un descuento a la EOE.

---

[1] Dentro de esta categoría caben todo tipo de garantías, contratos o recursos que hagan responsable al originador de las obligaciones de la EOE con los compradores de los títulos.

B. MECANISMOS EXTERNOS

1. Seguros de crédito

A cambio del pago de una prima, un tercero, normalmente una compañía de seguros, se compromete a cubrir parte de las pérdidas.

2. Aval o garantía

De manera similar a la anterior una entidad financiera da su nombre en garantía del pago de las obligaciones provenientes de la emisión de los títulos, en el evento de que los activos no sean suficientes para cubrir las obligaciones.

3. Carta de crédito

Estas son otorgadas normalmente por una entidad financiera y pueden ser de pago directo (con recurso sobre el originador) o indirecto (respaldando el recurso de la EOE contra el originador). La carta de crédito puede ser también otorgada con un fondo de reserva.[2]

4. Bono de Garantía

Este es emitido por una entidad financiera en favor de la EOE para cubrir eventuales faltantes en el pago de los títulos emitidos.

---

[2] En este caso la carta de crédito es cubierta por un fondo de reserva financiado por la rentabilidad de los activos en exceso al servicio de los títulos emitidos, más una comisión de servicio.

ANEXO # 2

TITULOS DE PARTICIPACION Y TITULOS DE DEUDA

A. TITULOS DE PARTICIPACION RESPALDADOS EN ACTIVOS

Hasta el momento los títulos de este tipo observado en los mercados se pueden agrupar en los siguientes grupos: 1) certificados de participación; 2) certificados de transferencia directa; 3) Acciones preferenciales.

1. Certificados de Participación Respaldados en Activos

Estos títulos representan intereses fraccionales e indivisibles sobre el pool de activos titularizado. La naturaleza de este fondo es rotatoria. Los certificados no representan un interés determinado sobre los flujos de los activos, sino sobre un fracción total del grupo de activos. Tal como en un fondo mutuo, estos intereses son negociables y los intereses, dividendos y aumento del precio de los activos sólo son realizados efectivamente una vez es liquidado el fondo o cuando el inversionista vende los certificados en el mercado.

2. Certificados de Transferencia Directa Respaldados en Activos (CTD)[3]

Este tipo de títulos representa una participación sobre los flujos de los activos titularizados. A diferencia de los anteriores, los pagos de intereses y capital proveniente de los activos (a prorrata de su participación) son transferidos al inversionista de acuerdo al cronograma establecido en la emisión. El agente de servicio recolecta los pagos provenientes de los créditos y *transfiere directamente* los recaudos de capital e

[3] Estos son denominados Certificados "Pass-Through" en los EE.UU.

intereses (menos las comisiones de servicio, garantías y otras comisiones) al tenedor de los títulos. El tenedor del títulos, en consecuencia, recibe ingresos a prorrata de sus derechos sobre los flujos de caja resultantes, neto de las comisiones de manejo y garantía. En este caso el inversionista asume los riesgos, de prepago, reinversión, tasas de interés e incumplimiento que no hayan sido cubiertos por las garantías específicas de la operación.[4] Estos certificados pueden ser emitidos en series únicas o múltiples.

3. Acciones Preferenciales Respaldadas en Activos

En este caso, acciones con derecho preferencial y sin derecho a voto son emitidas por la EOE, generalmente un subsidiaria del originador. Los activos adquiridos por la EOE (por lo general, cartera comercial o bonos emitidos por la compañía matriz) son respaldados por una carta de crédito o un bono de garantía en favor de la EOE, emitido por un banco comercial. Este tipo de estructura se utiliza bastante en la financiación de proyectos.

B. TITULOS DE DEUDA RESPALDADOS EN ACTIVOS

1. Bonos Colateralizados

Estos son iguales a un bono tradicional más una garantía real representada en el grupo de activos transferidos a la EOE. Esto no es nada diferente a una obligación de deuda colateralizada o garantizada por un pool específico de activos en cabeza de la EOE. La evaluación de los títulos no sólo recae sobre la calidad del colateral, sino en el crédito del emisor y el nivel de colateralización utilizado, el cual es normalmente 100% del capital.[5]

---

[4] En un Certificado de Transferencia Directa el retorno y el momento de maduración de la inversión es incierto, aunque dentro de ciertos rangos, dado que de acuerdo al grado de diversificación del pool de activos sus propiedades estadísticas pueden ser fácilmente predecibles. Por ello, en estos títulos se habla de plazos de maduración o vida promedio del título.

[5] En este caso, el emisor asume los riesgos de prepago, crédito y tasa de interés y mantiene la propiedad de los activos, la cual no es transferida a los inversionistas.

2. Bonos u Obligaciones de Pago-Directo

Este tipo de estructura es un híbrido entre un bono colateralizado y un Certificado de Transferencia-Directa. En este caso la operación es estructurada como una obligación de deuda que promete el pago de una tasa de interés periódica y el repago del capital invertido en un plazo promedio. Sin embargo, a diferencia de un bono colateralizado, todos los flujos provenientes del colateral (capital e intereses) son *pagados directamente* a los inversionistas a medida que son recibidos, hasta el monto del interés prometido. De esta manera, el inversionista recibe un retorno periódico conocido de antemano, aunque no conoce el momento exacto de maduración de la inversión. Este tipo de títulos pueden ser emitidos en una o más series para satisfacer diferentes objetivos de inversión y preferencias de los compradores de los títulos. Las obligaciones hipotecarias colateralizadas es una clase de estos títulos con múltiples series muy común en los EE.UU. En este la emisión es separada en dos o más plazos de maduración. De acuerdo con esta estructura los pagos del capital proveniente de los activos fluyen a los inversionistas en orden de maduración o serie, de tal manera que ningún pago de capital es hecho a la segunda serie hasta que la primera ha sido totalmente retirada, y así sucesivamente. Todas las series (a excepción de la serie Z) reciben los pagos de intereses corrientes. La mayoría de las emisiones incluyen un bono descontado con cero cupones (Bono - Z) como la clase de mayor plazo de maduración. Los intereses en los Bonos-Z son causados, pero no pagados, hasta que todas las series con maduraciones menores hallan sido totalmente retiradas.[6]

---

[6] En los últimos años, innovaciones en las formas de estructurar las series de los titulos han sido introducidas. Por ejemplo, series de "solo intereses" y "solo capital" han sido emitidas. Otras fórmulas mas elaboradas tambien han sido estructuradas para que una serie reciba un porcentaje de los intereses y el capital y otra reciba los porcentajes restantes. Otra manera de diferenciar clases es la de series subordinadas y prioritarias.

ANEXO # 3

EE.UU. PROGRAMAS GUBERNAMENTALES DE APOYO DEL MERCADO HIPOTECARIO

A. GOVERNMENT NATIONAL MORTGAGE ASSOCIATION (GNMA O GINNIE MAE)

GNMA es una entidad gubernamental creada en 1968, dentro del Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano del gobierno de los EE.UU[7], con el objeto de apoyar a los bancos hipotecarios y comerciales y a las Asociaciones de Ahorro y Crédito a titularizar los préstamos en sus carteras que se encontraban garantizados por la FHA (Federal Housing Association) y la VA (Associacion de Veteranos). GNMA no compra, vende o emite ningún tipo de títulos valores, sino se dedica a garantizar el pago oportuno del 100% del capital e intereses de emisiones privadas de títulos respaldados en créditos hipotecarios de vivienda de determinadas características. Dado que FHA y VA garantizan el pago de préstamos hipotecarios otorgados a prestamistas con dificultades para obtener financiación[8], GNMA no garantiza contra los riesgos de crédito del deudor hipotecario, sino se limita a garantizar el pago total y oportuno de los pagos mensuales de los títulos emitidos, exista o no pago del deudor original[9]. GNMA normalmente cobra una comisión de 6 puntos base por esta garantía.

---

[7] Esta es la máxima autoridad administrativa en esta área en el gobierno de los EE.UU.. En el ordenamiento administrativo colombiano esta entidad tendría rango ministerial.

[8] Adicionalmente estos créditos pueden ser asumidos por el nuevo dueño en caso de venta de la vivienda, lo cual reduce considerablemente las posibilidades de prepago de estos préstamos. Otro tipo de préstmos exigue el pago del préstamo antes de la venta.

[9] En caso de incumplimiento por el deudor GNMA exige que el originador de los créditos pague a los inversionistas lo no pagado por el deudor, para que el inversionista no tenga que esperar hasta que la FHA o

GNMA sólo garantiza créditos garantizados por la FHA y la VA a través de dos programas básicos. GNMA- I otorga garantías para titularizaciones que incluyen créditos de vivienda homogéneos en condiciones de pago, prestamistas y tasas. Además, un 90% de los créditos deben tener una maduración superior a 20 años y haber sido otorgados en un término mayor a dos años. GNMA-II ofrece garantías para títulos respaldados en grandes portafolios de créditos diversificados en términos de prestamistas y regiones geográficas.

Desde 1984 GNMA es el más grande garante de Certificados de Transferencia Directa (CTD), respaldados en créditos de vivienda. Estos títulos son denominados en el mercado como Ginnie Mae's y ofrecen las menores tasas de rentabilidad del mercado por tres razones: i) GNMA es una entidad del gobierno de los Estados Unidos y, por lo tanto, los títulos tienen el respaldo del gobierno de los Estados Unidos; ii) GNMA provee una garantía de pago oportuno sobre el 100% del pago de capital e intereses; y iii) Los paquetes de activos garantizados por GNMA consisten de créditos garantizados, los cuales pueden ser asumidos por el nuevo dueño en el caso de venta de la vivienda. Estos títulos son lo que se denominan como CTD "totalmente modificados", lo que significa que sin importar si los pagos de los créditos hipotecarios se realizan, el tenedor del título recibirá la totalidad de los pagos de capital e intereses en los plazos acordados. Los Ginnie Maes cumplen el mismo rol que los bonos del Tesoro de los Estados Unidos en el mercado de bonos, ya que constituyen el punto de referencia para determinar el precio de otros títulos con diferentes niveles de riesgo.

---

la VA cubra este déficit. En caso de que el originador no pueda pagar GNMA paga directamente al inversionista.

B. FEDERAL HOME LOAN MORTGAGE CORPORATION (FHMLC FREDDIE MAC)

El FHLMC es una cuasi-agencia gubernamental creada en 1970, cuyos dueños son los Bancos de Préstamos de Vivienda (Federal Home Loan Banks) y las Asociaciones de Ahorros y Préstamos (S&L) miembros. Su función principal es promover el desarrollo del mercado secundario de préstamos convencionales. Para ello, Freddie Mac compra y titulariza créditos hipotecarios no garantizados, créditos convencionales garantizados por agentes privados, o participaciones en préstamos[10] de bancos y S&L. FHLMC garantiza el pago oportuno de intereses y, eventualmente, el pago del capital de los títulos emitidos dependiendo del programa que hagan parte.

Las acciones de Freddie Mac se negocian en la bolsa de Nueva York y obtiene recursos a través de la emisión de bonos y la titularización de su cartera de activos. Freddie Mac ha estado emitiendo títulos respaldados en créditos hipotecarios desde 1971 y se les conoce en el mercado como Certificados de Participación (CP's o Freddie Mac`s). En general, FHLMC garantiza el pago oportuno de intereses y eventualmente el pago del capital. Por lo tanto, en contraste a los Ginnie Maes, estos son instrumentos "parcialmente modificados" De otra parte, debido a que la FHMLC no es una entidad del gobierno de los EE.UU., sino una agencia instrumental, sus títulos, a pesar de no ser evaluados por las compañías de rating, son percibidos en el mercado como de menor calidad que los Ginnie Maes y, por lo tanto, las tasas de interés ofrecidas son mayores. Por lo general, entre 10 y15 puntos por encima de los de Ginnie Maes.

---

[10] Estas participaciones tienen como mínimo una particiapción del 50% .

Freddie Mac administra una gran variedad de programas, de los cuales los más grandes son el Programa Efectivo ("Cash Program") y el Programa Garante/Swap ("Guarantor Program"). Bajo el Programa Efectivo, Freddie Mac compra créditos hipotecarios de vivienda (1 a 4 familias) de diferentes originadores , los agrupa, y emite Certificados de Participación en el mercado. Por otro lado, el Programa Garante/Swap fue establecido par proveer de liquidez a las S&L, al permitir a los originadores de estas instituciones canjear ("swap") su cartera hipotecaria por Certificados de Participación en los mismos grupos de activos. De esta manera, se elimina del balance préstamos con tasas inferiores a las del mercado, sin tener que contabilizar una pérdida.

Los préstamos convencionales que respaldan los títulos emitidos por Freddie Mac, en contraste a los préstamos de FHA o VA, deben ser cancelados en caso de venta del inmueble. Esto aumenta los riesgos de prepago en comparación con los títulos emitidos por GNMA. Finalmente, para calificar en los programas de FHLMC, los plazos originales de los préstamos titularizados no pueden ser menores a 10 años, ni superiores a 30; deben ser otorgados utilizando documentación cualificada por estas instituciones; y no pueden ser superior a un monto mínimo.

C. FEDERAL NATIONAL MORTAGEGE ASSCIATION (FNMA O FANNIE MAE)

FNMA es la agencia más antigua, pero el agente más reciente en la titularización de préstamos hipotecarios. Fannie Mae fue creada en 1939 para promover el mercado secundario para créditos hipotecarios con garantías de la FHA y VA y otorgar liquidez al mercado hipotecario en momentos de crisis. En 1968 fue dividida entre GNMA y FNMA. Fannie Mae es una entidad cuasi-privada que no recibe ningún tipo de subsidio o apropiación gubernamental. Sus acciones se

negocian en la Bolsa de Nueva York y sus ingresos son gravados a las mismas tasas que cualquier empresa privada.

Para desarrollar el mercado secundario de hipotecas, FNMA compra y vende créditos hipotecarios asegurados por la FHA y la VA. Sin embargo, a partir de 1970 fue autorizada para invertir en préstamos asegurados por agentes privados (préstamos convencionales). También emite títulos respaldados en estos activos, normalmente, CTD o Obligaciones Hipotecarias Colateralizadas (OHC). También, de manera similar a Freddie Mac, FNMA también tiene un programa de swaps mediante el cual emite títulos a cambio de la adquisición de créditos hipotecarios de instituciones financieras. Como GNMA, también garantiza el pago oportuno del capital e intereses de títulos emitidos por terceros. Por esta garantía FNMA cobra una comisión entre 50 y 250 puntos base.

Sin embargo, por tener una relación menos cercana al gobierno que GNMA y FHMLC sus títulos (Fannie Mae's) se negocian a tasa superiores a los dos anteriores. Este tipo de títulos no son evaluados por las agencias de rating. Los Fannie Maes son los CTD más recientes. Los primeros Fannie Maes fueron emitidos en 1981.

Para financiar la compra de créditos hipotecarios FNMA emite bonos de corto plazo. La deuda de FNMA es percibida como deuda de una agencia gubernamental a pesar de no serlo. Este tipo de financiación expone a FNMA a problemas de disparidad en las duraciones entre pasivos y activos y vulnerabilidad a las tasas de interés, lo que ha llevado a esta institución a titularizar una mayor porción de su cartera. FNMA también invierte en créditos hipotecarios otorgados a tasas variables, los denominados ARM's.

ANEXO # 4

MARCO JURIDICO DE LA TITULARIZACION EN ESTADOS UNIDOS

En términos generales, las principales problemas jurídicos de la titularización en los EE.UU. se centran en cuatro aspectos:

A. La insolvencia y la quiebra del originador o de la EOE;

B. El tratamiento contable y regulatorio de la operación;

C. El tratamiento tributario de la operación;

D. La naturaleza de los títulos emitidos.

A. INSOLVENCIA Y QUIEBRA

Para eliminar los riesgos de los tenedores de títulos de cualquier evento de quiebra del originador de los títulos y de la EOE, tres técnicas o conceptos han sido desarrollados:

1. "Venta efectiva" ("True Sale")
2. "No-consolidación" ("Non-consolidation")
3. "Inmunidad a la quiebra" ("Bankruptcy Remoteness")

Los dos primeros han sido desarrollados para evitar cualquier evento en que la EOE o sus acreedores (los tenedores de los títulos) queden comprometidos en el proceso de quiebra del originador. El tercero de estos conceptos busca evitar cualquier evento que lleve a la EOE a declararse en quiebra.

1. Venta efectiva

Normalmente, muchas operaciones de titularización son estructuradas para que exista una doble transferencia de los activos titularizados. En una primera etapa, los activos son transferidos del originador a una EOE subsidiaria del originador, la cual se encuentra estrechamente capitalizada. El originador tiene un interés

mínimo en esta entidad, la cual no tiene función diferente a la de comprar estos activos. En una segunda etapa, los activos son transferidos a un fondo o entidad fiduciaria quien maneja y administra los activos y emite los títulos a nombre de la EOE.

Para evitar que la quiebra del originador afecte a la EOE y sus acreedores, la primera de estas transacciones debe ser considerada como una "venta efectiva". Esto quiere decir, que los activos tienen que salir efectivamente del balance del originador y entrar al de la EOE, sin que se mantengan vínculos entre ambas entidades que permitan a la EOE pedir al originador el cumplimiento de obligaciones adicionales u otra obligación contingente que dependa de la transferencia. De acuerdo a la terminología de la legislación de los EE.UU., la venta para ser efectiva debe ser estructurada sin recursos u obligaciones contingentes futuras que hagan total o parcialmente inefectiva esta venta.

La segunda de estas operaciones no está designada para calificar como una "venta efectiva". En particular, en muchas de estas transacciones existe una emisión de bonos subordinados, obligaciones de recompra o intereses residuales de la EOE, que garantizan la emisión de los títulos, pero no dan cabida al concepto de venta efectiva.

2. No consolidación

La venta efectiva busca retirar los activos titularizados del patrimonio del acreedor y, por lo tanto, de la prenda general de los acreedores del originador. El concepto de no-consolidación busca evitar el evento que se de una consolidación del originador y la EOE. Si las entidades son consolidadas, comparten los mismos

activos, obligaciones y acreedores. Cualquier evento de quiebra del originador afecta, por lo tanto, a los tenedores de los títulos.

Para lograr evitar la consolidación, ambas entidades deben ser estructuradas para que quede claro que se trata de dos entidades independientes, cada una con sus libros, objeto e identidad. Normalmente, se exige que el originador no posea un interés igual o superior al 50% en la EOE. Sin embargo, en el caso de las denominadas EOE de originador único (sólo un originador transfiere sus activos a esta entidad) la SEC (máxima autoridad regulatoria del mercado de valores) obliga la consolidación con el originador si el nivel de capitalización de la EOE es menor a un 3% (patrimonio/capitalización total). En este caso no importa que el originador no sea propietario o no tenga interés alguno en la EOE.

3. Inmunidad a la quiebra

Para lograr hacer de la EOE una entidad "inmune a la quiebra" se debe estructurar de tal forma que los acreedores sean los tenedores los títulos emitidos[11]. Por ello esta entidad se constituye como una entidad de objeto específico y único, con uno o más directores independientes del originador.

B. TRATAMIENTO CONTABLE DE LA OPERACION EN LOS LIBROS DEL ORIGINADOR

De acuerdo con las normas contables, existe flexibilidad para lograr contabilizar una operación de venta de activos como "fuera de balance". De manera contraria a muchas reglas contables en los EE.UU., la manera de caracterizar una transferencia de activos titularizados recae en la forma de la transaccion y no en la esencia o

[11] De todas formas existen acreedores involuntarios de la EOE, tales como las agencias de impuestos.

sustancia de la misma. De acuerdo a las reglas contables (GAAP), para que una transferencia reciba tratamiento fuera de balance debe cumplir dos requisitos:

- Transferir los activos a una entidad en que el originador no sea dueño, directa o indirectamente, de 50% o más de los intereses.
- Que la transacción sea denominada como una venta. En este caso, si existen transferencia de activos sobre las cuales recaen obligaciones contingentes o recursos contra el originador derivados de la transferencia, estas pueden ser denominadas como ventas si cumplen tres requisitos:
- Que el vendedor renuncie a cualquier derecho de control sobre los beneficios económicos futuros de los activos. Esto no quiere decir que tenga que renunciar a todos los beneficios, tales como derechos a intereses residuales. Sólo aquellos que otorgan algún control sobre los beneficios.
- Que el vendedor sea capaz de estimar el monto de sus obligaciones en caso de ejercerse los recursos u obligaciones contingentes.
- Que el comprador no pueda revender los activos al originador (vendedor).
- De no cumplirse estos requisitos, la operación es considerada como una operación de deuda colateralizada. En el caso de las reglas GAAP, una operación que es en sustancia una financiación puede contabilizarse como una venta si cumple con los requisitos antes enumerados.

Sin embargo, para efectos regulatorios los bancos comerciales están sujetas a condiciones más estrictas. De acuerdo a la RAP, una operación puede ser catalogada como una venta en los libros del vendedor, sólo si cumple los siguientes requisitos:

- No mantiene ningún riesgo de pérdida proveniente de los activos transferidos, cualquiera sea la causa.

- No tiene ninguna obligación de pago de capital e intereses sobre los activos transferidos generados por:
  - Incumplimientos de los deudores de los créditos transferidos;
  - Cambios en el valor de mercado de los activos transferidos;
  - Cualquier relación contractual entre el comprador y el vendedor generada por la venta de los activos;
  - Cualquier otra causa

En este caso, cualquier riesgo de pérdida u obligación de pago de capital o intereses que mantenga el vendedor obliga a reportar la transacción como una operación de financiamiento y no como una venta. En este caso no existen ventajas en reducción de los requerimientos de capital. [12]

C. TRATAMIENTO TRIBUTARIO

Desde el punto de vista tributario existen dos preocupaciones tradicionales:

1. Para efectos tributarios la transferencia de activos debe considerarse una venta o una financiación?
2. Cual es la naturaleza de la institución emisora y de los títulos emitidos?

1. Venta o financiación para efectos tributarios

Un originador prefiere, por lo general, reconocer la transferencia de los activos a una EOE como una venta para efectos contables y como una financiación para

[12] La Reserva Federal ha hecho una excepción a esta regla en el caso de hipotecas. En este caso si un banco mantienen un interés u obligación en un pool de activos titularizados no mayor a un 10% , no toda la operación es tratada como una operación de financimiento para efectos de calcular los requerimientos de capital.

efectos tributarios, con el objeto de diferir el reconocimiento de ganancias en la venta. En ciertos casos esto puede lograrse en la legislación de los EE.UU.

De acuerdo a la legislación tributaria, la ley debe seguir la forma de las transacciones. Sin embargo, cuando la escencia económica de la transacción difiere de la forma, el contribuyente puede ignorar la forma y reconocer la operación de acuerdo a su esencia. En este caso, una transferencia de activos es una venta sólo si quien recibe los activos adquiere intereses "sustanciales"de propiedad, tales como riesgos de pérdida u oportunidades de ganancia. Dependiendo que tanto de estos intereses reciben los inversionistas la operación podrá ser considerada como de financiamiento.

2. Caracterización de las entidades emisoras

La caracterización del emisor como una "corporación" y no como una entidad diferente, significa la creación de un nuevo nivel tributario en que los ingresos son tasados. Por ello, se busca evitar esta caracterización. Para ello, muchas titularizaciones se estructuran como "partnerships" o fondos fiduciarios con una sola clase de intereses o con funciones de custodia exclusivamente.

3. Tratamiento tributario de las diferentes estructuras de titularización

De acuerdo con la estructura de titularización utilizada (participaciones o deuda) existen importantes diferencias en su tratamiento contable. En el caso de las Obligaciones de Pago Directo, hasta 1986 existieron importantes ineficiencias tributarias que limitaron su desarrollo y favorecieron el mayor desarrollo de los Certificados de Transferencia Directa. Entre las principales ineficiencias se encontraban:

distorsión tributaria, ya que este descuento se amortiza durante un período mayor al que en realidad toma en madurar esta serie. De otra parte, los costos de emisión de estas series deben amortizarse durante el mismo plazo y no en el año de emisión. El resultado, es una incompatibilidad entre el ingreso del emisor proveniente del colateral y las deducciones de intereses atribuibles al descuento de la emisión original.

- *Intereses residuales:* El interés o participación en los flujos y el valor del colateral después que todos los pagos de principal e intereses son hechos a los tenedores de las OHC, es denominado como el interés residual. La experiencia muestra que este interés residual tiene un valor inherente que puede ser transado en el mercado y calidades que pueden ser usadas para generar productos sintéticos para cubrir los riesgos de tasas de interés. Sin embargo, normas en la legislación tributaria obstaculizan considerablemente el uso y transferencia de estos derechos.

Para eliminar los problemas de ineficiencia tributaria de las Obligaciones Hipotecarias Colateralizadas de Pago Directo, la reforma tributaria de 1986 estableció una legislación especial que permitía a determinados emisores recibir un tratamiento especial al ser considerados como Sociedades de Inversión Hipotecaria (REMIC). El objeto del desarrollo de estas provisiones especiales era permitir a aquellas entidades cuyos activos consistían de "créditos hipotecarios calificados" e "inversiones permitidas" y que cumplían otros requisitos[14], recibir un tratamiento especial como emisores de CTD. De esta manera, se eliminaba el riesgo de doble

[14] Para calificar como una Sociedad de Inversión Hipotecaria la entidad emisora debe: i) elegir ser gravada como una REMIC; ii) debe tener una sola clase de intereses residuales; iii) Debe tener sólo intereses regulares o residuales; y iv) Todos sus activos deben consistir de créditos hipotecarios calificados e inversiones permitidas.

tributación a nivel del emisor y se evitaba la necesidad de estructurar las emisiones para cumplir con los requerimientos de deuda de la legislación tributaria.

Las Sociedades de Inversión Hipotecaria pueden ser estructuradas de cualquier manera. Desde el punto de vista tributario no son consideradas como una entidad independiente y sus ingresos y deduccciones son transferidas a los tenedores de los títulos emitidos por la Sociedad de Inversión Hipotecaria.

En términos generales, la creación de estas sociedades ha tenido los siguientes efectos sobre el desarrollo del mercado:

- Eliminó las limitaciones existentes para emitir títulos de transferencia-directa con múltiples series (estructuras de pagos lentos y rápidos).[15]
- Para efectos tributarios la utilización de una Sociedad de Inversión Hipotecaria lleva a que la transferencia de los créditos hipotecarios del originador al emisor sea considerada como una venta de activos[16].

---

[15] Después de la primera emisión en 1984 por Sears y Dean Witter de un THTD con multiples series, tal como una OHC, la oficina del Tesoro de los Estados Unidos emitió una nueva regulación (Regulación Sears) según la cual este tipo de estructuras debía ser tratada para efectos tributarios como cualquier empresa privada. Esto reducía considerablemente el atractivo de estas emisiones al tener que aplicar la tasa corporativa al portafolio de créditos hipotecarios y eliminar las deducciones de intereses en las diferentes series, por ser estos tratados como dividendos. En consecuencia, la emisión de títulos con múltiples series sólo se podía realizar a través de estructuras de "pago directo".

[16] Esta legislación tributaria no afecta directamente el tratamiento contable de los títulos emitidos, aunque para efectos contables no existen problemas para contabilizar la operación como una venta y no como una operación de financiamiento. El tratamiento de esta transferencia como una venta de activos y no como una operación de financiamiento puede ser bueno o malo de acuerdo a la legislación contable. Es buena en la medida que permite sacar del balance financiero del originador los activos titularizados y, por lo tanto, obtener los beneficios en términos de reducción de los requerimientos de capital y otros beneficios mencionados en el capítulo 1. Sin embargo, es desfavorable en escenarios donde la transferencia de activos implica una pérdida de valor en libros, ya que obliga a contabilizar en los balances. Esta última hipotesis ocurre generalmente cuando se venden créditos hipotecarios otorgados a tasas fijas en períodos de altos niveles de tasas de interés.

Sin embargo, por razones regulatorias los bancos comerciales están bajo estándares mucho más estrictos que limitan el tratamiento de la operación como una venta, si "algún riesgo de pérdida u obligación de pago de principal o intereses es mantenida, o puede recaer sobre el vendedor".(Traducción del autor, Borod , 1994). La Junta de la Reserva Federal, no obstante, ha hecho una excepción en el caso de préstamos hipotecarios.

- Eliminó los problemas de ineficiencias tributarias de las emisiones de OHC.

D. NATURALEZA DE LOS TITULOS EMITIDOS

Los títulos emitidos bajo procesos de titularización son considerados como títulos valores y como tales deben ajustarse a la legislación pertinente. Todas las titularizaciones, sean estas de "transferencia directa" o "pago directo", tienen que cumplir con un complejo sistema de requerimientos impuestos por las leyes federales. No es nuestra intención hacer un recuento de todas estas limitaciones en este aspecto, sino hacer referencia a algunos puntos relevantes.

A partir de 1992 la SEC ha actuado para remover algunos obstáculos en las ofertas públicas de titularizaciones, al permitir que muchas ofertas sean registradas en la SEC utilizando un procedimiento mucho más expedito que el normal ("short form registration"). Por lo general, esta vía sólo puede ser utilizada por otro tipo de emisores que han realizado una oferta pública que ha estado vigente, por lo menos, durante un año y tiene una "flotación" mínima en el mercado de US $ 75 millones. La ventaja de esta forma de registro es que permite al emisor registrar la cantidad que piensa emitir en el transcursos de los próximos dos años. Esto otorga gran flexibilidad para el emisor, ya que no requiere nueva autorización en el momento de la oferta. De otra parte, las denominadas "compañías de inversión", dedicadas a la inversión, reinversión y negociación de títulos valores se encuentran estrechamente reguladas por la SEC. Uno de los obstáculos para la titularización era el miedo de muchos emisores de ser catalogados como tales. Sin embargo, una regulación reciente ha excluido a los emisores de titularizaciones de la definición de compañías de inversión, despejando dudas e incentivando nuevas emisiones.

Según esta entidad una obligación del vendedor proveniente de mantener un interés no mayor a un 10% en el pool de activos vendidos no lleva a que la operación sea tratada como financiamiento para efectos de las normas de capital adecuado. de todas formas esta excepción sólo se aplica a THPD.

ANEXO # 5

MARCO REGULATORIO E INSTITUCIONAL REINO UNIDO

La titularización en el Reino Unido se ha desarrollado en un ambiente regulatorio y legal amplio, que ha facilitado considerablemente su desarrollo. A diferencia de la mayoría de países, los cuales han encontrado considerables obstáculos legales para incorporar y acoplar la titularización dentro de la estructura legal existente — tal como Francia o Japón, entre muchos otros —, en el Reino Unido la titularización se ha desarrollado en un ambiente de total libertad. La utilización de un sistema de derecho común en los países anglosajones ha permitido la creación de complejas estructuras legales que todavía no se observan en otros países con sistemas de derecho continental.

En la legislación del Reino Unido los instrumentos financieros no se encuentran regulados, sino sus originadores y, por lo tanto, las instituciones reguladores juegan un papel fundamental en traer muchas transacciones al mercado. También debido a que la mayoría de estos instrumentos se encuentran listados en Bolsa, también existen requerimientos de información y de emisión para la oferta pública de estos títulos.

Los tres principales reguladores de la titularización en el mercado británico son: el Banco de Inglaterra (con respecto a los bancos británicos), la Comisión de Sociedades Constructoras (con respecto a las sociedades constructoras) y la Junta de Normas Contables (con respecto a todas las compañías británicas, incluyendo bancos y sociedades constructoras). Estas tres instituciones han emitido regulaciones y conceptos referentes a la titularización de activos con un objetivo en mente: crear un ambiente regulatorio favorable que permita a la titularización desarrollarse con pocas restricciones.

El Banco de Inglaterra ha tomado una posición neutral con respecto a la titularización de activos, desde la cual no ha buscado ni incentivar ni desincentivar este tipo de financiación. Básicamente, su posición se ha expresado en dos directivas, una de 1989 y otra en 1992. La primera de estas normas estableció detalladamente los requerimientos que los originadores de créditos hipotecarios deben cumplir para obtener tratamiento fuera de balance (venta de activos) para las operaciones de titularización. La directiva de 1992 modificó algunos de los principios de la de 1989 y amplió este tipo de ventajas a otras categorías de activos, tales como tarjetas de crédito y otro tipo de cartera. Hasta el momento, estas directivas se han convertido en importante parámetro para el desarrollo de la regulación en otros mercados europeos.

La Comisión de Sociedades Constructoras han participado mucho menos en el desarrollo de la titularización y sólo hasta 1991 emitió un primer concepto acerca de la titularización de activos. Recientemente ha emitido una borrador de consulta el cual busca crear el menor número de obstáculos para la titularización de activos. La Junta de Normas Contables emitió las primeras normas detalladas para el manejo contable de este tipo de operaciones, después de prepararlas por varios años en conjunto con los principales agentes financieros afectados. El objetivo de estas normas era presentar de la manera más clara y transparente la esencia de cada transacción y no sólo su forma legal. Un ejemplo es la introducción del concepto de "presentaciones asociadas" que permite a los originadores que mantienen considerables beneficios y riesgos en la operación de titularización, pero tiene una cobertura que limita sus pérdidas, presentar con sus balances la documentación asociada a la operación, para obtener la exposición neta del originador en la transacción.

Generalmente, existen muy pocos obstáculos para completar una operación de titularización en el Reino Unido — incluso muchos menos que en el caso de los

EE.UU.. Estructuras que solucionan los principales problemas han sido encontradas. Sin embargo, la mayor libertad en el desarrollo de estas estructuras y la mayor flexibilidad legal también tiene sus costos. En particular, la existencia de decisiones definitivas en muchos aspectos legales de las emisiones de titularizaciones genera un elemento de incertidumbre que impone costos adicionales sobre los emisores. Por lo general, la emisión de bonos "AAA" son percibidos como más seguros que titularizaciones con el mismo rating debido a un mayor riesgo de incumplimiento por posibles cambios en la ley y la jurisprudencia.

En general, los principales aspectos jurídicos de la titularización en el Reino Unido giran alrededor de los siguientes puntos.

A. TRATAMIENTO FUERA DE BALANCE

El tratamiento contable de las operaciones de titularización ha sido un tema de candente debate en el Reino Unido en los últimos años. El tema central de debate ha sido si las operaciones de transferencia de activos debe ser evaluadas por su forma o por su sustancia. Después de varias propuestas, contrapropuestas y una gran crítica del mercado, la Junta de Normas Contables ha resuelto por una opción negociada, las "presentaciones conjuntas".

En este caso los criterios para lograr tratamiento fuera de balance son bastante estrictos y requieren que las transferencias (asignaciones en la terminología del derecho británico) de créditos se den por su totalidad, por escrito y con aviso escrito al deudor para ser consideradas como asignaciones *en derecho*, en oposición a asignaciones *en equidad*.[17] Sin embargo, la operación puede lograr

[17] En el derecho anglosajón una asignación de crédito puede ser en derecho o en equidad, dependiendo de si la asignación se hace por escrito, con notificación escrita al deudor y se asigna la totalidad del crédito. Si

tratamiento fuera de balance dependiendo de los riesgos de pérdida u obligaciones futuras que se puedan generar en cabeza del originador como fruto de esta transacción. En este caso se permite una presentación conjunta que muestre en el balance financiero del originador la cantidad total de activos vendidos, pero con la porción de garantías otorgadas y recursos u obligaciones mantenidas deducidas. De esta manera la transferencia de activos, neta de exposiciones o recursos, puede ser considerada como una operación fuera de balance.

De acuerdo con las normas contables, en el caso de operaciones de titularización de originador único, los balances de la EOE son generalmente consolidados en los balances del originador como si fuera una cuasi-subsidiaria, sin importar si en realidad lo sea. En el caso de operaciones de originadores múltiples, sólo las presentaciones conjuntas requieren la presentación de las cuentas referentes a los activos titularizados.

Finalmente, para lograr el tratamiento fuera de balance, en el Reino Unido las operaciones son estructuradas para cumplir con los criterios de "venta efectiva", "no consolidación" y "inmunidad a la quiebra", como en los EE.UU..

B. ASPECTOS TRIBUTARIOS

Los mayores obstáculos legales para el desarrollo de la titularización ha provenido de la legislación tributaria. Una operación de titularización requiere, por lo general, de dos requisitos desde el punto de vista tributario para ser viable. Primero, que los pagos de intereses y otros gastos sean deducciones en la estimación de las obligaciones tributarias del emisor. Segundo, que los pagos de intereses sean

---

estos requisitos no se cumple la asignación es en equidad, en cuyo caso el asignado requiere de la concurrencia del asignador para demandar al deudor en caso de su incumplimiento.

pagados a los tenedores de los títulos sin deducción de intereses. Lo primero depende de cómo sea catalogado la EOE, como una compañía comercial o de inversión. En una compañía comercial los impuestos son tasados usando el principio de contabilidad de caja y las compañía de inversión el criterio de causación. En ambos casos existen deducciones por gastos, aunque estas deducciones tienden a ser mayores en el caso de las compañías comerciales. Con respecto a los segundo, la legislación tributaria impone la obligación de deducir los intereses pagados a residentes, aunque existen ciertas excepciones que pueden ser invocadas en el caso de titularizaciones.

De otra parte existen otros aspectos tributarios relevantes para las titularizaciones tales como:

- Cómo estructurar estructuras que preserven las excenciones tributarias correspondientes al pago de los intereses de préstamos hipotecarios en la fuente. Estos son las denominadas MIRAS, las cuales constituyen una fuente importante de los ingresos provenientes de una titularización de créditos hipotecarios.[18]
- Existen dudas en el caso de la titularización de cartera comercial, de si en caso de incumplimiento en el pago de un suministro que ha pagado previamente el impuesto al valor agregado, se pueden recuperar los impuestos pagados.
- No es claro si la titularización de cartera comercial está sujeta a los impuestos de timbre.
- Inmunidad de los emisores por obligaciones tributarias de otras compañías.

[18] En el caso de los préstamos de vivienda el derecho del deudor de realizar sus pagos netos de excenciones tributarias bajo el esquema MIRAS depende de si el dueño residual de este derecho es un prestamista calificado y por lo tanto la EOE debe aplicar para este status.

C. REQUERIMIENTOS DE CAPITAL

Las normas de requerimientos mínimos de capital son dictadas por el Banco de Inglaterra y cubren a todas las instituciones británicas autorizadas por la ley Bancaria de 1987. Las sucursales británicas de bancos extranjeros no están sujetas a estas regulaciones.

Las normas de capital tienen implicaciones para los bancos desde dos aspectos: los bancos como inversionistas y los bancos como originadores. Como inversionistas, la principal preocupación es cuál debe ser el tratamiento de las tenencias de títulos respaldados en activos y, particularmente en créditos hipotecarios, en los balances de los bancos. La posición hasta 1993 fue que estos tenían una ponderación por riesgo de 50%. A partir de entonces la posición ha sido la de otorgar una ponderación del 100% en caso de que el portafolio de créditos incluyan segunda hipotecas o créditos morosos en el momento de la transferencia a la EOE. En caso contrario la ponderación es de un 50%. Como originador, para que un banco pueda excluir los activos titularizados de su contabilidad para efectos de determinar sus requerimientos, de capital el Banco de Inglaterra exige que los siguientes requisitos sean cumplidos:

- El originador no puede tener intereses de capital, ni derechos de control en el emisor;
- El nombre del emisor no debe incluir el del originador o llevar implícita una conexión con este;
- El originador no debe ser responsable de gastos del emisor, aunque puede otorgar por una vez una garantía para mejorar el crédito de los títulos emitidos o prestar al emisor recursos en términos subordinados;

- El originador no puede mantener una opción de recomprar los préstamos transferidos, con excepción del caso en que el valor del portafolio de activos titularizados caiga por debajo del 10% de su valor original.

En términos generales, estos requisitos no son considerados como prohibitivos para los bancos ingleses y permiten estructurar titularizaciones que permitan la transferencia de los créditos sin necesidad de notificar a los deudores.

ANEXO # 6

LA TITULARIZACION EN FRANCIA

La estructura de una operación típica de titularización en Francia ha estado inspirada en las técnicas utilizadas en los países anglosajones. Sin embargo, ésta no ha sido tan popular como en aquellos países, ya que ésta no es una estructura flexible que pueda ser ajustada las necesidades de cada originador.

A. ACTIVOS TITULARIZABLES

El tipo de activos que pueden ser titularizados en Francia se encuentran mucho más limitados que en los países anglosajones. De acuerdo con la legislación los activos titularizados deben reunir las siguientes características:

- Los activos deben ser de "buena"calidad. Esto quiere decir que no pueden estar suspendidos, en mora o ser de dudoso recaudo.
- Los activos deben ser de la misma naturaleza. Esto quiere decir que los FCC sólo pueden ser creados por categorías de activos.
- Los activos titularizados tienen que ser originados por una entidad financiera. Sólo los créditos de las instituciones de crédito y de la Caja de Depósitos y Consignaciones pueden ser titularizados. Recientemente la ley permitió también la titularización de los activos de las compañías de seguros. Hasta el momento las empresas no financieras no pueden utilizar este mecanismo.
- Hasta 1993, los créditos tenían que tener un término mínimo de dos años. Esto prohibía la titularización de tarjetas de crédito y otro tipo de obligaciones de corto plazo que en los países anglosajones han sido titularizados a través de estructuras rotatorias.

B. LAS PARTES EN EL PROCESO DE TITULARIZACION

Las siguientes partes hacen parte de una operación típica de titularización en Francia:

- El FCC
- El originador
- La compañía de manejo
- El depositario

Los FCC no son una creación legal que no tiene personería jurídica y, por lo tanto, no está sujeta a las normas de quiebra y concordato francesas. El objeto único del FCC es adquirir los activos y emitir los títulos correspondientes. Un FCC es establecido conjuntamente como una co-propiedad, por quien custodia los activos (el banco depositario u originador) y la compañía que administra los activos (la compañía administradora). La actividad de las compañías administradoras está limitada al manejo de los FCC y los originadores de los títulos pueden ser propietarias de estas compañías en no más de una tercera parte de sus acciones. Los FCC no pueden transferir los activos, sino en casos excepcionales. La relaciones entre el FCC y los inversionistas se regulan por los estatutos de constitución del FCC.

Hasta 1993, los FCC sólo podían ser creados para adquirir activos para una sola oportunidad. Esto implicaba que una compañía que quería establecer un programa de titularizaciones tenía que crear un FCC en cada emisión que quisiera realizar. A partir de la ley 93-589 de 1993, esta restricción ha sido eliminada. De igual forma, se eliminó la restricción que permitía a los FCC adquirir obligaciones de deuda y entran en contratos de cobertura de riesgo.

Debido a que los FCC no tienen personería jurídica, la administración de la operación es llevada a cabo por una entidad de manejo o administración. Esta sociedad tiene como objeto exclusivo el manejo de los FCC y, generalmente, es una entidad de responsabilidad limitada. A partir de 1993 la sociedad de manejo debe ser aprobada por la Comisión de Operaciones de Bolsa (la máxima autoridad del mercado de valores y de aquí en adelante denominada como COB). Adicionalmente, esta sociedad debe cumplir con los siguientes requisitos:

- Más de la mitad de su capital debe provenir de instituciones que califiquen como originadoras de acuerdo con la ley;
- Debe tener un capital mínimo de Ffr $ 1.5 millones (cerca de US$ 0.5 millones);
- El valor del 0.5% sus activos administrados no debe ser superior a Ffr. $ 5 millones (US$ 1 millón).
- Debe ser "independiente" del originador. Esto quiere decir que el originador no puede ser dueño de más de una tercera parte del capital accionario de la sociedad[19].

De acuerdo a la ley de 1988, un cambio en la administración de los activos requería el consentimiento escrito de los deudores. Sin embargo, esta norma que hacía supremamente engorroso el proceso de titularización ha sido modificado y sólo requiere una notificación escrita al deudor, sin que su consentimiento sea requerido. De todas formas esto implica un gasto de recursos y tiempo considerable.

---

[19] Existe una legislación reciente que elimina esta condición si las condiciones del mercado lo permiten y la posición de los inversionistas no es perjudicada.

Los créditos titularizados son depositados en nombre del FCC por una entidad depositaria que debe ser una institución de crédito u otra institución aprobada por el Ministerio de Finanzas. Esta institución debe tener una oficina registrada en Francia y se encarga de supervisar las decisiones de la compañía administradora.

Finalmente, los inversionistas tienen un nivel mínimo de suscripción de Ffr. $ 5,000 (cerca de US$ 1,000).

C. REGULACION

A partir de 1994 la autoridad regulatoria en materia de titularizaciones se encuentra en cabeza de la COB[20]. De acuerdo a los nuevos procedimientos la autoridad regulatoria de la COB cubre:

- La aprobación de las compañías de manejo
- Establecer las reglas para la oferta y colocación de participaciones de los FCC. Las reglas utilizadas en este aspecto siguen literalmente lo establecido para el mercado de bonos.
- Establecer las reglas de información y reporte de las compañías de manejo.

D. OBSTACULOS LEGALES

A pesar de los avances logrados en la legislación todavía subsisten importantes obstáculos normativos y regulatorios en la legislación francesa. Entre los principales se encuentran:

- Todavía no se puede titularizar activos de las instituciones no financieras.
- Todavía no existe una clara diferenciación entre las obligaciones del originador y los activos transferidos a los FCC. En caso de quiebra no existe

[20] Antes el Banco de Francia tenía un poder importante, al requerirse que la COB consultara al Banco de Francia en cada transacción.

posibilidad legal de diferenciar los activos del originador y los que hacen parte del FCC.

- La ley todavía no es clara acerca de todos los activos que pueden ser titularizados. Por ejemplo, no es claro si se pueden titularizar los cánones de leasing.
- La existencia de retenciones tributarias sobre los pagos de intereses a los inversionistas extranjeros presenta problemas para atraer inversionistas al mercado francés.
- Cada transacción de las sociedades administradoras debe recibir la aprobación de la COB antes que una oferta pública pueda ser hecha. Este sistema de aprobación ha sido calificado como obstaculizador.

ANEXO # 7

LA TITULARIZACION EN EL JAPON

Hasta el momento la titularización de activos no se ha desarrollado en el mercado japonés. Sin embargo, con el tiempo el interés de instituciones financieras y no financieras ha ido creciendo.

Por una parte, los bancos japoneses han empezado a mirar hacia la titularización de activos como un mecanismo para eliminar muchos activos de sus balances financieros ante el aumento de las presiones de capital impuestas por las autoridades regulatorias. Estas presiones han sido especialmente severas desde marzo de 1993 cuando entraron a regir las nuevas normas de requerimientos de capital, las cuales se ajustan a las normas de capital de riesgo promulgadas a nivel internacional por los acuerdos de Basilea.

De otra parte, las compañías no financieras han entrado a considerar seriamente este mecanismo como una fuente alternativa de financiación. Durante mucho tiempo las compañías japonesas han dependido excesivamente del financiamiento bancario y diversas limitaciones legales han obstaculizado la utilización de fuentes alternativas como la emisión de deuda corporativa. De acuerdo con el denominado "Estatuto Shusshiho" las compañías japoneses tienen serios limitantes para emitir títulos deuda corporativa. Por lo general, las compañías japoneses no pueden emitir deuda en exceso del monto de sus activos netos. Por otra parte, el Ministerio de Finanzas (MF) ha establecido estándares de calificación demasiado altos en opinión de muchas empresas para obtener autorización de emitir deuda corporativa.

El Ministerio de Comercio Internacional e Industria (MITI) ha buscado incentivar la diversificación de las fuentes de financiamiento de las compañías bajo su jurisdicción,

a través del fomento de la titularización de activos. No obstante, esto ha generado roces con el MF, el cual en un esfuerzo de preservar la solidez del sistema bancario y evitar los procesos de desintermediación financiera, experimentados en muchos países del mundo, ha buscado desincentivar la financiación desintermediada de las empresas financieras y mantener la titularización como un fenómeno exclusivamente del sistema financiero. El resultado ha sido una batalla jurisdiccional que ha obstaculizado el desarrollo de la titularización en el mercado japonés. Sin embargo, a pesar de esta batalla algunos pasos importantes se han dado en el aspecto legal para desarrollar un marco legal que permita en el futuro desarrollarla.

A. DEFINICION Y NATURALEZA DE LA TITULARIZACION DE ACTIVOS

Los principales obstáculos para el desarrollo de la titularización en Japón han sido de carácter legal, aunque detrás de estos obstáculos existen razones de mucho más fondo como la lucha de un sistema financiero basado en intermediarios por mantener su hegemonía y detener los procesos la amenazan. La titularización de activos es claramente uno de estos procesos, aunque como se hace referencia en el capítulo introductorio de la misión estas son fuerzas que complementan dinámicamente en el futuro el desarrollo de un mercado de capitales con estructuras bancarias y no bancarias fuertes.

El principal obstáculo para el desarrollo de la titularización en el Japón ha sido las dificultades de incorporar la titularización de activos (y los títulos emitidos bajo estos procesos) en el marco jurídico existente que regula los títulos valores. De acuerdo al Código de Comercio japonés de 1948 (ley 25 de 1948), los títulos valores son definidos de manera restrictiva y se circunscriben a aquellos listado taxativamente en la ley. Los instrumentos financieros que no se encuentran en esta lista o no son designados por una orden del Gabinete de Ministros o una ordenanza

del MF, no constituyen títulos valores y, por ende, no pueden ser emitidos en los mercados de capitales japoneses.

Hasta 1992 la titularización de activos no cabía dentro de esta clasificación y, por lo tanto, su emisión estaba prohibida en el mercado japonés. Sin embargo, a partir de este año se han introducido reformas al Código de Comercio (Ley 87 de 1992) para incluir nuevos instrumentos financieros tales como:

- Papeles comerciales emitidos por compañías japonesas y extranjeras;
- Certificados representando intereses de participación en fondos fiduciarios compuestos de créditos hipotecarios de vivienda de largo plazo;
- certificados emitidos por entidades extranjeras que representan intereses de participación en un fondo fiduaciario compuesto por préstamos;
- Certificados negociables de Depósito emitidos por compañías extranjeras.

Un gran número de instrumentos financieros emitidos bajo procesos de titularización de activos quedan, sin embargo, por fuera de esta definición, tales como la emisión de títulos respaldados en activos diferentes a créditos hipotecarios de vivienda (tarjetas de crédito, cartera comercial, etc.) o titularizaciones estructuradas como instrumentos de deuda, tales como los bonos hipotecarios, obligaciones colateralizadas o estructuras de "pago-directo"[21].

B. TRANSFERENCIA DE LOS ACTIVOS TITULARIZADOS

Un segundo obstáculo legal importante para el desarrollo de la titularización ha sido los requisitos impuesto por la legislación civil (Código Civil) para lograr una

[21] Sin embargo, la nueva definición de títulos valores contenida en la ley 87 de 1992 deja la puerta abierta para incluir instrumentos de características similares a los anteriores. No obstante, esto requiere la designación como título valor de estos nuevos instrumentos por la autoridad competente y no existe un sólo caso previo en que esto halla ocurrido.

transferencia efectiva de los activos titularizados del originador al fondo fiduciario o cualquier entidad de objeto específico (EOE) creado para este propósito.

De acuerdo al Código Civil Japonés para lograr un transferencia efectiva de los activos titularizados del originador a la EOE se deben cumplir dos condiciones: i) El originador debe notificar al deudor a través de un certificado (kakutei hizuke) la transferencia; y ii) el deudor debe aceptar por escrito la transferencia.

En operaciones de titularización que involucran un número considerable de activos titularizados este procedimiento puede resultar extremadamente costoso en recursos y tiempo. Adicionalmente, muchos bancos prefieren no notificar a sus deudores (clientes en este caso) de la transferencia por miedo a crear confusiones y mal entendidos que afecten sus relaciones comerciales. Como resultado, las estructuras de titularización propuestas en Japón dependen fundamentalmente en el buen nombre y crédito de la entidad originadora y no, como pretende la teoría y ha ocurrido en el caso de los EE.UU. y otros países, en la calidad de los activos titularizados. Debido a que los activos no salen de los balances del originador y agente de servicio del título, la estructura propuesta no deja de ser muy diferente que una simple obligación de deuda en cabeza de la entidad originadora.

La llamada ley MITI (ley 77 de 1993) en un intento de resolver estos problemas ha creado una excepción a la regla anterior al proveer a determinados originadores un método menos dispendioso de lograr una verdadera venta o transferencia de los activos titularizados. De acuerdo con esta nueva ley, el originador y el EOE pueden notificar públicamente a los deudores a través de diarios o publicaciones oficiales de la transferencia. Para poder utilizar este procedimiento ambos deben presentar al MITI, 60 días antes de la transferencia un plan o prospecto, al cual el

MITI puede solicitar modificaciones. Las EOE deben obtener una licencia de funcionamiento del MITI y el MF, están sujetas a limitaciones en su plan de inversiones y deben cumplir requerimientos de suministro de información al público.

Esta nueva legislación también define los activos susceptibles de ser titularizados y los métodos de titularización permitidos. Los activos susceptibles de titularización son:

- Los derechos de recibir dinero generados por un contrato de leasing de maquinaria o bienes, con plazos no inferiores a un año.
- Créditos generados en contratos en los cuales el comprador de bienes promete realizar pagos en tres o más cuotas por dos o más meses.
- Créditos generados en contratos en los cuales el comprador de mercancías se compromete a pagar en cuotas predeterminadas.
- Otras obligaciones monetarias similares a las anteriores y designadas por orden el Gabinete.

Los métodos de titularización permitidos son:

- La venta de porciones divisibles de pagarés debido por una EOE al originador, el cual ha transferido un portafolio de créditos a aquel.
- Venta de intereses de participación en una fiducia, en la cual los créditos titularizados han sido transferidos a una compañía fiduciaria por el originador.
- Venta de intereses en un asociación comercial que compra los créditos titularizados del originador y distribuye los intereses y capital pagados.
- Cualquier otro método designado por el Gabinete.

Si bien esta legislación es mucho más amplia que la ley 87 de 1992 en su definición de los activos titularizables y los métodos de titularización, esta ley tiene también considerables limitantes. De una parte, esta sólo rige para compañías financieras y de leasing y no incluye los bancos y otros originadores potenciales. De otra parte, la utilización de estos métodos limita la circulación de los títulos emitidos bajo estos procesos al prohibir la transferencia de los derechos sobre estos activos de los inversionistas iniciales a otros inversionistas. Esto limita seriamente la liquidez del mercado.

Finalmente, a pesar de que de acuerdo a las leyes vigentes se puede transferir los activos titularizados de la entidad originadora a la EOE, esto no quiere decir que de acuerdo a la ley japonesa esta transferencia constituya una "venta efectiva" de los activos que libere a los activos titularizados de cualquier obligación del originador y, por lo tanto, genere una estructura "inmune a la quiebra" del originador ("Bankruptcy remate"). La legislación japonesa ofrece poca claridad en este aspecto de cuando una venta puede ser considerada como "efectiva". Asimismo, para lograr que la EOE sea una entidad "inmune a quiebras", ésta debe evitar ser consolidada con cualquier otra entidad en el evento de quiebra. A pesar de que la legislación japonesa no reconoce en su integridad la doctrina de la consolidación, todavía es una incógnita de si una entidad puede ser consolidada con otras y en que circunstancias.

C. LA CREACION DE ENTIDADES CON OBJETO ESPECIFICO (EOE) PARA LA TITULARIZACION DE ACTIVOS.

La creación de EOE como instrumentos indispensables de toda titularización también enfrenta importantes limitantes legales que obstaculizan su desarrollo. De acuerdo al Código de Comercio japonés las compañías japonesas no pueden emitir

bonos corporativos en exceso de sus activos netos. Esto impone serias limitaciones para la emisión de títulos respaldados en activos por la EOE, cuyo nivel de capitalización es nominal. Una legislación reciente (1993) ha modificado esta regla reemplazándola por una obligación de la EOE de mantener los servicios de un banco, una compañía fiduciaria o cualquier otro agente financiero que actúe como agente de manejo de los bonos[22]. Sin embargo, todavía no esta claramente establecido si esta legislación se aplica para los procesos de titularización.

Por otra parte, otros obstáculos existen en el camino. Tales como la determinación de la naturaleza de estas entidades y la legislación tributaria que se les aplica. En el caso de estar sujetas estas entidades a doble-tributación su utilización se vería seriamente limitada y nuevas estructuras tendrían que ser desarrolladas.

D. PERSPECTIVAS

En términos generales, a pesar de los avances que se han dado en la legislación todavía subsisten importantes problemas que frenan el desarrollo de la titularización en Japón. Dada la naturaleza de los mercados de capitales en Japón y, por ende, de su regulación, las posibilidades de utilización de la titularización de activos que existen en los EE.UU. nunca podrán ser tan amplias. Sin embargo, las presiones y condiciones han ido acumulando para introducir la titularización como un mecanismo de financiamiento de empresas financieras y no financieras.

---

[22] Esta regla sólo se plaica para emisiones superiores a $ 100 millones de yenes y para un número de títulos emitidos superior a 50.

ANEXO # 8

OTROS PAISES DE EUROPA OCCIDENTAL

A. EUROPA DEL ESTE, CADO DE HUNGRIA

Hablar de titularización en países que hace pocos años estuvieron dominados por regímenes comunistas y sin mercados de capitales diferentes a las transferencias de capital entre entidades y empresas estatales desarrollado puede parecer un "exabrupto". No obstante, recientemente se ha empezado a hablar de la titularización como un mecanismo para resolver los problemas financieros de muchas empresas con buenos prospectos de crecimiento y para desarrollar el mercado de capitales en estos países.

Los casos de Hungría y Checoslovaquia son los que ofrecen los mayores potenciales. Hasta el momento no existe la primera emisión de titularización en ninguno de estos mercados y muy posiblemente por varios años no se vean. Es más las referencia a la titularización sólo se encuentran en propuestas, por el momento, y no hacen parte de un programa oficial de titularización. Sin embargo, hasta el momento se han realizado transacciones que en muchos aspectos se asimilan a una titularización y que sientan las bases para su desarrollo futuro.

El caso de Hungría resulta ilustrativo en este aspecto. Este caso resulta interesante frente a los desarrollos de la titularización en los países industrializados, ya que como se verá las presiones para el desarrollo de la titularización no provienen del sector financiero (bancario en particular), sino de las presiones de las empresas no-financieras para liberar su capital de trabajo.

1. La propuesta

Lister (1994) ha propuesto recientemente la creación de una especia de sociedad titularizadora[23] encargada de comprar la cartera comercial (cuentas por cobrar) de empresas húngaras, asociaciones comerciales (joint-ventures) y multinacionales, y emitir títulos respaldados en estos activos. La cartera será adquirida al valor neto realizable de estos activos y los títulos emitidos podrán ser de diferentes plazos y niveles de subordinación u prioridad de pago. La sociedad se encargará de utilizar fuentes internas y externas de garantía para aumentar el rating de los títulos.

Estos títulos serán ofrecidos a Fondos de Inversión húngaros, inversionistas privados e institucionales húngaros, fondos de inversión extranjeros especializados en la región. Además las autoridades locales podrían jugar un papel importante adquiriendo portafolios de estos títulos y ofreciéndolos como fondos de inversión al público. En el largo plazo, estos títulos podrán ser ofrecidos en los mercados bursátiles una vez se desarrollen y el volumen de activos titularizados sea suficiente para emitir rentablemente en el mercado.

2. Viabilidad de la propuesta

Varios factores hacen pensar que una propuesta de este tipo pueda ser viable para el caso húngaro:

- Existe un compromiso del nuevo gobierno en el desarrollo de los mecanismos de mercado;
- Existe una creciente demanda en los países de la OECD por títulos de este tipo en los mercados emergentes con atractivos retornos y respaldados en activos de calidad;

---

[23] Lister (1994) lo denomina como un "centro de pooling".

- Existe una creciente presión sobre la industria húngara para liberar recursos actualmente atrapados en sus capitales de trabajo.
- Existe una cartera comercial de tamaño y calidades adecuadas para ser titularizadas.
- Existen ahorros internos y externos, privados e institucionales, en busca de nuevas oportunidades de ahorro en estos mercados.
- Se han logrado importantes avances en el desarrollo del mercado bursátil en Hungría.
- Existen actualmente mecanismos que pueden ser utilizados para titularizar activos.

(a) **Compromiso del nuevo gobierno:** La victoria del partido socialista en mayo de 1994, ha implicado un fuerte compromiso del gobierno en un programa de gobierno con un fuerte énfasis en la estabilización, eficiencia y transparencia de la economía húngara. En el presente año no se espera un aumento de las condiciones de vida, pero a partir de 1996 se espera que el programa económico, supervisado por el FMI desde 1993, empiece a dar sus frutos y los niveles de déficit interno y externo sean reducidos a niveles manejables.

(b) **Demanda por este tipo de títulos por los inversionistas de la OECD:** Mackintosh (1993) en un informe reciente sobre los prospectos de la titularización en Europa Central y del Este, concluye que este instrumento puede contribuir a la solución de los problemas de estas economías. En particular, este autor resalta que en los escenarios de bajas tasas de interés que han vivido los países de la OECD, muchos inversionistas en los mercados de papeles comerciales y bonos han empezado a buscar nuevas alternativas de inversión en instrumentos como los

títulos respaldados en activos u otro tipo de títulos emitidos en mercados emergentes a tasas de retorno atractivas.

(c) **Presiones para liberar recursos atrapados en el capital de trabajo:** Junto con la ausencia de suficientes recursos de capital de largo plazo, los problemas de capital de trabajo son los dos principales obstáculos que están deteniendo la recuperación de la economía húngara. Este problema tiende a ser mucho mayor para las empresas exportadoras.

Un reporte de 1993 establece que el sector financiero húngaro es incapaz de financiar la transición hacia una economía de mercado. Esta situación es mucho peor si se tiene en cuenta que otros factores imponen mayores restricciones al crédito destinado a las empresas.

- La compañías matrices de muchas subsidiarias húngaras están adoptando una política de independencia financiera de sus subsidiarias.
- Las tasas de interés están en actualmente niveles muy altos. Los márgenes de intermediación han aumentado de un 4 a un 11%.
- Existe una creciente preocupación por la situación financiera de muchas empresas.
- Esta preocupación es mayor ante las nuevas leyes contables y de concordatos y quiebras
- La necesidad del gobierno de financiar muchos de sus proyectos y empresas ha desplazado (crowding out) una porción considerable de la inversión privada.

Todo esto ha generado una situación en la cual existe una creciente dicotomía entre las empresas con accionistas extranjeros y que tienen acceso a capital y aquellas

forzadas a utilizar fuentes bancarias costosas , si se encuentran disponibles. Para muchas de estas empresas la alternativa ha sido simplemente posponer sus pagos y forzar una extensión de los pagos a proveedores y otro tipo de acreedores. La situación resultante ha sido un círculo vicioso en el cual el deudor demora los pagos a sus acreedores y este a su vez los pagos a su acreedor. De esta manera muchas compañías que son operacionalmente eficientes han sido forzadas a declararse en quiebra por sus deudores morosos. Karvalics (1991) ha estimado que cerca de una tercera parte del PIB húngaro se encuentra atrapado en este tipo de procesos.

(d) **Existe una cartera comercial de tamaño y calidades adecuadas para ser titularizadas:** La titularizacion de los balances de exportacion de las compañías exportadoras ha sido considerado como el mecanismo mas ventajoso para lograr atraer recursos de largo plazo en la financiación de estas empresas. Graffam (1992) en un reporte de la IFC, afirma que "donde existe un acceso costoso o reducido de las compañías privadas o publicas domesticas a los mercados financieros externos, la titularizacion es la clave para aumentar los flujos de prestamos voluntarios a los países en desarrollo."

Las compaginas exportadoras recientemente privatizadas o establecidas conjuntamente entre el Estado y los particulares ofrecen el mayor potencial. La compaginas exportadoras que no tienen historiales pasados de credito para acceder a los mercados internacionales, pero poseen contratos con clientes extranjeros con excelentes records de credito, pueden utilizar esta ventaja para titularizarsus balances de exportacion y acceder los mercados internacionales de creditos. En el caso hungaro, las compañías de electricidad y químicas han sido citadas como las candidatas mas atractivas, por la calidad de su cartera comercial y sus altos niveles

de apalancamiento. Otras compañías con buen nombre en los mercados internacionales son posibles candidatas.

El volumen de cartera comercial de exportación es suficiente para desarrollar el mercado. Lister (1994) la ha calculado en US$ 5 billones. Una gran parte de esta cartera son CREDITOS de excelente calidad. De todas formas, mecanismos de apoyo crediticio y de liquidez serian necesarios. Algunas formas de garantía gubernamental son susceptibles de ser utilizadas, aunque garantías otorgadas por instituciones financieras internacionales parecen estar también disponibles dado el buen nombre de muchas empresas húngaras. En una segunda etapa, cuando los títulos sean ofrecidos en bolsa, la calificación de una compañía de rating seria necesaria.

(e) **Existen ahorros internos y externos, privados e institucionales, en busca de nuevas oportunidades de ahorro en estos mercados:** Los cálculos muestran que existen cerca de US$ 10 billones de ahorro interno privado, de los cuales una octava parte es mantenida en instrumentos financieros. Se considera que una buena parte de estos ahorros responderían a la oferta de nuevas alternativas de inversión ofrecidas en titularizaciones. De otra parte, se calcula que cerca de US$ 1.2 billones se encuentran en fondos extranjeros en Europa Oriental.

(f) **Se han logrado importantes avances en el desarrollo del mercado bursátil en Hungría:** Diversas políticas han sido adoptadas por el gobierno para fomentar el desarrollo del mercado de capitales. Políticas para fomentar la suscripción de acciones y el listado de compañías en bolsa han sido adoptadas. Inversionista domésticos han empezado a ingresar al mercado desde 1993 después de una serie de privatizaciones de empresas estatales. Con el gran potencial de privatizaciones

se espera un mayor crecimiento bursátil, el cual para mayo de 1994 alcanzo una capitalización de US$ 1.1 billones. Setenta nuevas privatizaciones se esperan en los próximos cinco anos. De otra parte, los flujos de capital extranjero también han aumentado en el ultimo año.

(g). **Existen actualmente mecanismos que pueden ser utilizados para titularizar activos:** Diversas estructuras han sido utilizadas en el mercado para hacer frente a los problemas financieros de las empresas, que se asemejan a una TITULARIZACION, aunque formalmente no han sido denominadas como tales. En 1992 una gran parte de la cartera morosa de muchas empresas fueron intercambiadas por bonos del gobierno a 20 anos y con una tasa de interés variable que dependía de la calidad de los prestamos. Diversos bancos han comprado muchos prestamos de compaginas al valor de mercado. Diversas operaciones de factoring también han sido implementadas para ayudar a compaginas en problemas.

En conclusión, la experiencia de Hungría muestra el potencial de la titularización para economías con problemas de restricciones de crédito. En un mundo donde los flujos de capital no solo dependen de las expectativas futuras de inversión, sino en los historiales de crédito y en la garantías presentes, la titularización surge como un mecanismo útil para resolver algunos de estos problemas.

EVOLUCION DE LA NORMA DE TITULARIZACION

Anexo # 9

NORMA	ACTIVO	GRADO DE COBERTURA	MECANISMO DE COBERTURA	OTRAS RESTRICCIONES
Res 645/92	Créditos de entidades financieras	10% de los activos movilizados	Avales bancarios o garantías de cías de seguros	Plazo de los titulo mayor a un año. Calificación del valor debe ser AAA.
	Contrato de leasing	10% de los activos movilizados	Avales bancarios o garantías de cías de seguros	Plazo de los títulos mayor de un año. Calificación del valor debe ser AAA
	Inmuebles	5% de los activos movilizados	Mayor valor del activo transferido. Avales bancarios o garantías de cía de seguros	Plazo de los títulos mayor a un año Calificación del valor debe ser AAA
	Acciones y bonos inscritos en el RNV	5% de los activos movilizados	Mayor valor de los activos transferidos. Avales bancarias o garantías de cías de seguros	Plazo de los titulo mayor a un año. Calificación del valor debe ser AAA
	Títulos de deuda publica	5% de los activos movilizados	Mayor valor del activo transferido. Avales bancarios o garantías de cía de seguros	Plazo de los títulos mayor a un año Calificación del valor debe ser AAA

NORMA	ACTIVO	GRADO DE COBERTURA	MECANISMO DE COBERTURA	OTRAS RESTRICCIONES
Res 455/93	Títulos de deuda publica	Indeterminado	Subordinación de parte de la emisión. Sobrecolaterización. Exceso de flujo de caja.	Plazo de los títulos mayor de un año
	Acciones	Indeterminado	Subordinación de parte de la emisión. Sobrecolaterización. Exceso de flujos de caja. Avales bancarios. Depósitos de dinero. Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad.	Plazo de los títulos mayor de un año
	Bonos inscritos en el RNV	Indeterminado	Subordinación de parte de la emisión. Sobrecolaterización. Exceso de flujos de caja. Avales bancarios. Depósitos de dinero. Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad.	Plazo de los títulos mayor de un año
	Cartera de créditos de entidades no financieras	Indice de cartera vencida cubierto en un 300%	Subordinación de parte de la emisión. Sobrecolaterización. Exceso de flujos de caja.. Avales bancarios. Depósitos de dinero. Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad	Los créditos deben ser A de acuerdo con la Res.2053/89. Superbancaria Se requieren dos mecanismos de cobertura, uno de carácter interno y otro externo Plazo de los títulos mayor de un año

NORMA	ACTIVO	GRADO DE COBERTURA	MECANISMO DE COBERTURA	OTRAS RESTRICCIONES
Res 455/93	Cartera de créditos de instituciones financieras	Indice de cartera vencida cubierto en un 300%	Subordinación de parte de la emisión. Sobrecolaterización. Exceso de flujos de caja. Avales bancarios. Depósitos de dinero. Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad.	Los créditos deben ser A de acuerdo con la Res 2053/89 Superbancaria Plazo de los títulos mayor de un año
	Rentas	Indeterminado	Subordinación de parte de la emisión. Sobrecolaterización. Exceso de flujos de caja. Avales bancarios. Depósitos de dinero. Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad	Plazo de los títulos mayor de un año
	Activos inmobiliarios	Flujo de caja debe estar cubierto en un 100%. La valorización no requiere cobertura	Aval bancario o garantía de cía de seguros. Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad.	Plazo de los títulos mayor ad un año
	Flujos de caja	Indeterminado	Subordinación de parte de la emisión. Sobrecolaterización. Exceso de flujos de caja. Avales bancarios. Depósitos de dinero. Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad	Plazo de los títulos mayor de un año. Deben existir estadísticas de dos años

NORMA	ACTIVO	GRADO DE COBERTURA	MECANISMO DE COBERTURA	OTRAS RESTRICCIONES
Res 1394/93 y Res1032/94 y Res 400 de 1995	Titulo de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación o el Banco de la República	No requieren cobertura		Plazo de los títulos no menor a un año
	Títulos de renta fija emitidos por sociedades, inscritos en RNV	Indeterminada	Subordinación de parte d la emisión. Sobrecolaterización. Exceso de flujos de caja. Avales bancarios. Depósitos de dinero. Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad	Plazo de los títulos no menor de un año
	Acciones de sociedades, inscritas en el RNV	no requieren		Solo puede emitirse títulos de participación
	Cartera de créditos de entidades financieras y no financieras	300% del índice de siniestralidad	Subordinación de parte d la emisión Sobrecolaterización Exceso de flujos de caja Sustitución de cartera que incremente riesgo Apertura de créditos Avales bancarios Seguros de crédito Depósitos de dinero Fiducia en garantía sobre titulo de alta seguridad	Los títulos deben ser a plazos mayores de un año

NORMA	ACTIVO	GRADO DE COBERTURA	MECANISMO DE COBERTURA	OTRAS RESTRICCIONES
Res 1394/93 y Res1032 de 1994 y Res 400 de 1995	Inmuebles	En títulos de participación el 300% del índice de riesgo del flujo de caja previsto En títulos de contenido crediticio el flujo previsto para el pago de intereses debe estar cubierto en un 100%.	Subordinación de parte de la emisión sobrecolaterización Exceso de flujos de caja Sustitución de cartera que incremente riesgo apertura de créditos Avales bancarios seguros de crédito Depósitos de dinero Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad	Títulos de participación no pueden emitirse por mas de 110% del avalúo. Títulos de deuda no puede emitirse por mas del 80% del avalúo, El plazo de los títulos debe ser mayor a un año
	Proyectos de construcción	Se garantiza la ejecución de la obra. El valor de la garantía debe ser igual a los derechos fiduciarios de los originadores	Subordinación de los derechos de los originadores. Aval bancario Garantía de cía de seguros Deposito de dinero Fiducia en garantía sobre títulos de lata seguridad	Solo pueden emitirse títulos de participación o mixtos El valor de la emisión no puede Ser superior al 100% del presupuesto del proyecto y los costos de titularización La inversión mínima debe ser de 60 salarios mínimos El plazo de los títulos debe ser superior a un año

NORMA	ACTIVO	GRADO DE COBERTURA	MECANISMO DE COBERTURA	OTRAS RESTRICCIONES
	Flujos provenientes de proyectos de infraestructura y servicios públicos	300% del índice de riesgo o desviación del flujo	Subordinación de parte de la emisión Avales bancarios Garantías de cías de seguros Depósitos de dinero Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad Aval de los originadores	La inversión mínima debe ser de 60 salarios mínimos El plazo de los títulos debe ser superior a un año
	Flujos de contratos leasing	300% del índice de riesgo del flujo		El plazo de los títulos debe ser superior a un año
Res 1394/93 y Res1032 de 1994 y Res 400 de 1995	Rentas y otros flujos de caja	300% del índice de riesgo	Subordinación de la emisión Exceso de flujo de caja Avales bancarios Garantía de cía de seguros Depósitos de dinero Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad	El plazo de los títulos no puede ser inferior a un año.

NORMA	ACTIVO	GRADO DE COBERTURA	MECANISMO DE COBERTURA	OTRAS RESTRICCIONES
Res 400 de 1995	Rentas y otros flujos de caja	150% del índice de riesgo	Subordinación de la emisión (se permite la negociación de la parte subordinada en el mercado de valores). Exceso de flujo de caja Avales bancarios Garantía de cía de seguros Depósitos de dinero Fiducia en garantía sobre títulos de alta seguridad	El plazo de los títulos no puede ser inferior a un año.
	Cartera de créditos de entidades financieras y no financieras	150% del índice de siniestralidad	Subordinación de parte de la emisión (se permite la negociación de la parte subordinada en el mercado de valores). Sobrecolaterización Exceso de flujos de caja Sustitución de cartera qu incremente riesgo Apertura de créditos Avales bancarios Seguros de crédito Depósitos de dinero Fiducia en garantía sobre titulo de alta seguridad	Plazo de los títulos pueden ser menores a un año con autorización de la Superintendencia de Valores
	Titulo de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación o el Banco de la República	No requieren cobertura		Plazo de los títulos pueden ser menores a un año con autorización de la Superintendencia de Valores

ANEXO # 10
TITULARIZACION DE CARTERA

	Titulos oro Bancafe	THD EMISION 1994-1	THD EMISION 1,995-1 Y DOS EMISION 1995-1
Constituyente	Bancafé	Corporación colombiana de ahorro y vivienda Davivienda.	Corporacion colombiana de ahorro y vivienda Davivienda.
Agente de manejo	Fiduciaria del Valle	Fiduciaria Davivienda	Fiduciaria Davivienda
Valor Patrimonio Autónomo	$45,004,534,630,44	$27.794.802.752 descontado por un valor de $23,791,000,000 representados en créditos hipotecarios	$36,885,000,000 descontado po un valor de $33.794,000,000
Monto	$29.000.000.000	$23.791.000.000	$33,794,000,000
Amortización de Capital	Pago único a su vencimiento Plazo de vencimiento: 36 meses	El capital de los titulos A2,A3,A4,A5,A6 se amotizará trimestralmente en su último año de vigencia. Los títulos A1 se amortizarán a su vencimiento en el mes 12 el capital de los títulos B se amortizará a su vencimiento una vez se amorticen los títulos A.	El capital de los titulos A2,A3,A4,A5,A6 y A7 se amotizarà trimestralmente en su ultimo año de vigencia. Los titulos B son de participacion su pago estarà sujeto a la liquidaciòn del P.A.C24 THD EMISION 1995-1
Rendimiento	Tasa variable:DTF por mes, trimestre, semestre o año vencido o anticipado.	Intereses pagados trimestralmente, a la tasa DTF adicionada entre 1% y 3% dependiendo del plazo del titulo. Títulos B (subordinados) DTF+6.71% pagaderos trimestralmente a partir del 1er año.	DTF Adicionada entre 1% y 3.25% dependiendo del titulo.
Garantías	Sobrecolateralización de la cartera en un 30.95% del valor del Patrimonio Autónomo El patrimonio cuenta con el mecanismo de compra de nueva cartera a Bancafé y Fondos de reposición de cartera,. cobertura, amortización y causales específicas de prepago. Indice de siniestralidad de la cartera calculado en 6.22%	300% del índice de siniestralidad de la cartera Subordinación de la emision: El constituyente originador suscribirá la totalidad de los titulos B equivalentes al 12% del total de la emisión. Depósito en dinero por valor de $1.500 millones que constituye el P.A. DOS	Creditos en exceso por valor de $3.900.000.000 creando el patrimonio autonomo DOS EMISION 1995-1
Calificación	AAA	AAA	AAA
Ofertas Públicas	Primera oferta publicada el 13 de Julio de 1.995 por valor de $10.000.000.000 vigente desde el 4 de agosto hasta el 1 de Septiembre de 1.995. Rendimiento DTF+2 sin que exceda el 40% efectivo anual.	29 de diciembre de 1.994 20,936 títulos ofrecidos a tasa DTF adicionada entre 1% y 3% dependiendo del plazo de los títulos.	26 de Julio de 1.995 32.750 titulos ofrecidos a tasa DTF adicionada entre 1 y 3.25% dependiendo del titulo.
% Colocación *	17%	100%	20.62%
Valor colocación *	$ 4.930 millones	$20.936 millones	$6.970 millones

* Datos a Agosto/95

ANEXO # 10
TITULARIZACION DE CARTERA

	THG 1995-1	Certificados SIDOR	TITULOS RENTAMAX	TITULOS HIPOTECARIOS COLMENA THC
Constituyente	Corporacion Grancolombiana de Ahorro y vivienda- Granahorrar	C.V.G. siderurgica del Orinoco	Coltejer	Corporación Social de ahorro y vivienda Colmena
Agente de manejo	Fiduciaria Granahorrar	Fiduciaria del Valle	Fiduciaria del Valle	Fiduciaria Colmena S.A.
Valor Patrimonio Autónomo	$50,543,148,765	Certificado de Inversión por valor de US$ 7.500.000 emitido por el Banco Provicial en Caracas	$11,400,438,514	Pagarés derivados de créditos a constructores por valor de 3.400.000 UPAC
Monto	$44,000,000,000	US$7,500,000	$10,000,000,000	3.400.000 UPAC
Amortización de Capital	El capital y los intereses devengados por los titulos se pagaràn por trimetre vencido a partir de septiembre de 1.995 hasta el vencimiento de los titulos. Plazo de vencimiento: Entre 1,2 y 5 años.	En la fecha de vencimiento del certificado Plazo de los certificados: 18 meses	Los titulos B y C se amortizarán en un solo pago a la fecha de vencimiento (1 y 2 años). Los títulos A serán amortizados en 20% en el 3er año, 20% en el 4o año, y 60% en el 5o año.	Al vencimiento Plazo de vencimiento Titulos Serie A: 12 meses Serie B : 24 meses
Rendimiento	Titulos A1 CM+8,00 A2 CM+9,00 A3 CM+10,00 A4 CM+10,50	9% nominal, pagadero trimestre vencido. Pagos de capital e intereses en dolares.	Tasa variable:DTF por mes, trimestre, semestre o año vencido o anticipado. Esta tasa no puede exceder de 42% e.a.	Además de la corrección implícita de la UPAC una tasa de interés efectiva anual que determinará el agente de manejo. Máximo 14% e.a.
Garantías	Fondo de reserva conformado por un deposito inicial de $1,980,000,000 mas un 15% sobre la suma remanente de los recursos disponibles despues de pagar las remuneraciones de la operacion y los intereses corrientes. Sobrecolateralizaciòn: Excedente del saldo inicial de los titulos por 913.280,1646 UPAC los pagos por concepto de capital e intereses de la cartera excedente se utilizaràn para el pago de capital de los titulos. Una vez agotado el Fondo de reserva se reduce el monto de la sobrecolateralizaciòn.	Margen de solvencia: 15% de las ordenes de venta entregadas por Sidor al Banco Provincial y no titularizadas. Adicionalmente, Carta de crédito irrevocable,aceptación bancaria, giro avalado por institución financiera, Venta al banco de ordenes de venta y sustitución de las que no hayan podido cobrarse Indice de siniestralidad calculado en 4%.	Sobrecolateralizaciòn de cartera equivalente al 476% del indice de siniestralidad de la cartera. Calculado en 2.58% . Adicionalmente cuenta con un Fondo Acumulativo, Fondo de Amortización, y causales especificas de prepago. El patrimonio cuenta con mecanismo de compra de cartera a Coltejer para preservar el valor inicial del patrimonio y sustitución de cartera que no clasifique dentro de las categorías A y B de consumo.	Subordinacion parcial de la emisión que cubre en un 303.6% el índice máximo estimado de siniestralidad. Exceso de flujo de caja. Seguro de crédito. Pago anticipado de los titulos de inversión cuando se presenten riesgos externos que comprometan el recaudo de los flujos de caja.
Calificación	AAA	No se habia reglamentado	A	No se habia reglamentado
Ofertas Públicas	17 de Julio de 1.995.	Diciembre 2 de 1.993 US$ 7,500,000 Vencimiento 18 meses Tasa de interés 9% T.V. pagaderos en dolares.	Junio 26 de 1.995 Tramo 1: $5.000 miltones Rendimiento: DTF + 3.8% T.A. Julio 3 de 1.995 Tramo 2: $5.000 mill. Rendimiento DTF+3.8% T.A.	Enero de 1995 por 3.400.000 UPAC Serie A CM+10 Serie B CM+11
% Colocación *	54.24%	100%	100%	100%
Valor colocación *	$ 23.867 millones	US$ 6,090,8 millones	$ 10.000 millones	$ 20.624 millones

* Datos a Agosto/95

ANEXO #10
TITULARIZACION INMOBILIARIA

	Títulos de participación fiduciaria TREN	Tit 5-77	TITULOS DE RENDIMIENTO INMOBILIARIO TRI	FONDO INMOBILIARIO EDIFICAR
Constituyente	Urbanización Parque Alsacia S.A.	Rojas y Vargas Ltda	Federacion Nacional de Cafeteros de Colombia	Fiduciaria Central S.A.
Agente de manejo	Fiduciaria Tequendama	Fiduciaria Cáceres y Ferro	Sociedad Global Fiduciaria	Fiduciaria Central S.A.
Valor Patrimonio Autónomo	$4,039,698,000 representados en un lote de terreno ubicado en Fontibón por valor de $3,352,476,000 y estudios de factibilidad por valor de $687,222,000	Inmueble piso 5o del edificio de oficinas que se denominará Torre 77 $980,977,356	Piso 17 Torre B edificio ubicado en la Cra 7 No.71-52 Bogotá. Avalúo inicial $3.000.000.000 $180.000.000 gastos capitalizables asumidos por el originador.	Fondo Común Especial
Monto	$17,000,000,000	$1.086,898,000	$3.180.000.000	31,000,000,000
Amortización de Capital	6 meses después si no se ha alcanzado el punto de equilibrio. La distribución de las rentas derivadas de los arriendos se hará a prorrata en forma mensual, Igual se hará al liquidar el Patrimonio Autónomo.	Se hará una vez se enajene el inmueble titularizado. Esta se hará cuando la fiduciaria lo estime conveniente o cuando lo soliciten por escrito por lo menos el 51% de los tenedores de los títulos	Vencimiento 31 de diciembre 2.004 Los títulos serán redimidos en dinero una vez se venda el inmueble. Si al término del contrato de fiducia no se ha vendido, se traspasará la propiedad proporcionalmente a los tenedores de los títulos.	A la redención de los títulos, cuyo plazo es de 5 años a partir de su emisión.
Rendimiento	Valorización del inmueble y canon de arrendamiento, y rendimiento de las inversiones del fideicomiso. Estos rendimientos se pagarán mensualmente una vez se termine la obra.	Canon de arrendamiento, pagadero trimestre vencido. y valorización.	Pago mensual después de 6 meses una parte alícuota del canon de arrendamiento junto con los rendimientos financieros que generen los mismos, previa deducción de costos y gastos. Parte alícuota del producto de la venta del inmueble, o título de propiedad del mismo.	Rendimiento de las inversiones y valorización, arrendamientos, utilidad en la venta de activos inmobilirarios y financieros, participaciones en proyectos de construcción, rendimiento de títulos objeto de titularizaciones.
Garantías	Póliza de buen manejo del anticipo, cumplimiento, seguro de riesgo de construcción y responsabilidad civil, póliza de estabilidad y buen funcionamiento, garantía de pago de salarios, prestaciones sociales e indemnizaciones, seguro de incendio, temblor y erupción volcánica, seguro de arrendamiento.	Letra de cambio por cada una de las cuotas previstas en el contrato de adherencia que le da derecho a obtener el bien titularizado, mas una letra en blanco que cubrirá eventuales sobrecostos. Póliza de cumplimento por el 10% del costo de la obra, Póliza de cumplimiento por el 100% del valor de la emision. Póliza por valor de $3.000.000.000 que cubre el riesgo de desastres naturales, responsabilidad civil terrorismo, y otra similar posterior a la construcción.	Amparo de activos constituido por pólizas contra incendio y terremoto.	
Calificación	AAA		I AA+	
Ofertas Publicas	Octubre de 1.994. Titulos ofrecidos al público 8.530 valor nominal 1.000.000 Títulos subordinados 4.040 Títulos constructor 4.430	Junio de 1.994	Julio 29 de 1.995 total de la emisión 3.180 títulos, 36% e.a. aproximado. Agosto 29 y Septiembre 29 de 1.995 actualización valor de la unidad.	
% Colocación *	8.97%	100%	55%	0.80%
Valor colocación *	$ 1.524 millones	$ 1.086.9 millones	$ 1.734 millones	$ 248 .1 millones

* Datos a Agosto/95

ANEXO #10

TITULARIZACION INMOBILIARIA

	T.I.I. OIKOS EDIFICIO TORRE PROPAGANDA SANCHO	T.I.I. LOCAL 225 CIUDADELA COMERCAIL UNICENTRO	T.I.I. LOCAL 104 CENTRO COMERCIAL ANDINO	T.I.I. CENTRO DE CCIO INTERNAL PS 14-15	T.I.I.CENTRO COMERCIAL ANDINO LOCALES 272 - 276
Constituyente	OIKOS S.A.	OIKOS S.A.	OIKOS S.A.	OIKOS S.A.	OIKOS S.A.
Agente de manejo	Soc. Fiduciaria Selfiducia	Soc. Fiduciaria Selfiducia	Soc. Fiduciaria Selfiducia	Soc. Fiduciaria Selfiducia	Soc. Fiduciaria Fiduempresa.
Valor Patrimonio Autónomo	Edificio Torre Propaganda Sancho representado en 560,000 derechos fiduciarios por valor unitario de $1.000.000	Local 225 ciudadela comercial unicentro por valor de $1.620 millones	Local 104 centro comercial y de negocios Andino por valor de $ 620 millones.	Centro de Comercio Internacional Pisos 14 y 15 por valor de $974 millones	Centro Comercial Andino locales 272 - 276 por valor de $1.260 millones
Monto	$560,000,000	$1.620.000.000	$ 620.000.000	$974.000.000	$1.260.000.000
Amortización de Capital	A la redencion de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisiòn.	A la redencion de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisiòn.	A la redención de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisiòn.	A la redencion de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisiòn.	A la redencion de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisiòn.
Rendimiento	Arrendamiento del inmueble, valorizaciòn anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autonomo .	Arrendamiento del inmueble, valorizaciòn anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autonomo .	Arrendamiento del inmueble, valorización anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autónomo .	Arrendamiento del inmueble, valorizaciòn anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autonomo .	Arrendamiento del inmueble, valorizaciòn anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autonomo .
Garantías	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios publicos.	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios publicos.	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios públicos.	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios publicos.	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios publicos.
Calificación	"IAA"	"IAA+"	"IAA"	"IA"	IAA
Ofertas Publicas					
% Colocación *	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Valor colocación *	$560 millones	$1.620 millones	$ 620 millones	$974 millones	$1.260 millones

* Datos a Agosto/95

ANEXO #10

TITULARIZACION INMOBILIARIA

	T.I.I. FEDELONJAS EDIFICIO SANTIAGO DE CHILE	T.I.I. CENTRO DE NEGOCIOS ANDINO PISO 9o.	T.I.I. CUMBRES DEL SALITRE	T.I.I. EDIFICIO SEGUROS COLMENA CALLE 72	ED.LADRILLO PARA OFICINAS AVENIDA CHILE-ING
Constituyente	OIKOS S.A.	OIKOS S.A.	OIKOS S.A.	OIKOS S.A.	OIKOS S.A.
Agente de manejo	Soc. Fiduciaria Fiduempresa.	Soc. Fiduciaria Fiduempresa.	Soc. Fiduciaria Fiduempresa.	Soc. Fiduciaria Fiduempresa.	Soc. Fiduciaria Fiduempresa.
Valor Patrimonio Autónomo	Fedelonjas Edificio Santiago de Chile por valor de $ 120 millones	Centro de negocios Andino piso 9o. por valor de $2,150 millones	Cumbres del Salitre por valor de $300 millones	Edificio Seguros Colmena calle 72 por valor de $ 500 millones	Edificio en Ladrillo para oficinas Avenida Chile ING por valor de $380 millones.
Monto	$120.000.000	$2.150.000.000	$300.000.000	$500.000.000	$380.000.000
Amortización de Capital	A la redencion de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisiòn.	A la redención de los títulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisión.	A la redencion de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisiòn.	A la redención de los títulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisión.	A la redencion de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisiòn.
Rendimiento	Arrendamiento del inmueble, valorizaciòn anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autonomo	Arrendamiento del inmueble, valorización anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autónomo .	Arrendamiento del inmueble, valorizaciòn anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autonomo .	Arrendamiento del inmueble, valorización anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autónomo .	Arrendamiento del inmueble, valorizaciòn anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autónomo .
Garantias	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios publicos.	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios públicos.	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios publicos.	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios públicos.	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y , actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios públicos.
Calificación	IA	IAA+	IAA	IAA	IA+
Ofertas Publicas					
% Colocación *	100%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
Valor colocación *	$120 millones	$2.150 millones	$300 millones	$500 millones	$380 millones

* Datos a Agosto/95

ANEXO #10

TITULARIZACION INMOBILIARIA

	T.I.I. EDIFICIO CALLE 90	T.I.I. PARQUE INDUSTRIAL DE OCCIDENTE	TITULOS INMOBILIARIOS INTERBANCO
Constituyente	Mobil de Colombia-Oikos S.A.	Constructora Colmena-Oikos S.A.	INTERBANCO
Agente de manejo			Granfiduciaria
Valor Patrimonio Autónomo	Edificio calle 90 por valor de $6.500 miltones	Parque industrial de Occidente por valor de $3.200 millones	Sede principal de Interbanco ubicado en la calle 21N No 6N-14 en Cali.Avaluado en $4.247.998.250
Monto	$6.500.000.000	$3.200.000.000	$4.672.000.000
Amortización de Capital	A la redencion de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisión.	A la redencion de los titulos, cuyo plazo es de 10 años prorrogables a partir de su emisión.	A la redención de los titulos cuyo plazo es de 5 años.
Rendimiento	Arrendamiento del inmueble, valorizaciòn anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autónomo .	Arrendamiento del inmueble, valorizaciòn anual y rentabilidad de excedentes de caja del Patrimonio Autónomo .	Derecho sobre el canon de arrendamiento correspondiente al 1% mensual pagaderos T.A. sobre el valor comercial,descontando 13% para el Fondo de reserva. Valorización: derecho de participación sobre la liquidación del Patrimonio Autónomo.
Garantias	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios publicos.	Seguro de arrendamiento Seguro de incendio, terremoto y actos mal intencionados de terceros. Seguro de servicios publicos.	Fondo de reserva.
Calificación	IAA+	IA+	AA
Ofertas Publicas			Oferta Pública 25 de Octubre de 1995 por la totalidad de la emisión.
% Colocación *	100.00%	100.00%	82.00%
Valor colocación *	$6.500 millones	$3.200 millones	$3.500 millones

* Datos a Agosto/95

Anexo # 11

ENCUESTA

EMISORES DE TITULARIZACION
SECTOR FINANCIERO

EMPRESA: _____
CARGO: _____
NOMBRE: _____
ENTREVISTADOR: _____

Para la Misión del Mercado de Capitales, creada por el Gobierno Nacional y con el fin de realizar una evaluación de la evolución reciente del mercado de capitales en Colombia, estamos realizando una breve encuesta a las entidades que por su importancia y su sobresaliente manejo financiero influyen o pueden influir de manera directa en la orientación de este mercado.

1. Su empresa ha realizado emisiones de los siguientes títulos para ser colocados a través de las Bolsas de Valores?

	SI	NO	MONTO
CDT	____	____	_____
Bonos	____	____	_____
Acciones	____	____	_____
Titularización de cartera	____	____	_____
Titularización de inmuebles	____	____	_____

PREGUNTAS PARA QUIENES HAN HECHO TITULARIZACION:

2. En orden de importancia señale las 4 razones principales para acudir a este mecanismo:
   _____
   _____
   _____
   _____

3. Califique de 1 a 5 los resultados de la titularización en las razones planteadas:
   _____
   _____
   _____
   _____

4. Cuáles considera que fueron las principales desventajas del mecanismo frente a otras alternativas?:

_____
_____
_____
_____

5. Cuáles considera que fueron las principales ventajas del mecanismo frente a las alternativas tradicionalmente utilizadas?

_____
_____
_____
_____

6. Estaría interesado en acudir nuevamente a este mecanismo? SI _____ NO _____

PREGUNTAS PARA QUIENES NO HAN HECHO TITULARIZACION:

2. Considera utilizar en el futuro el mecanismo de titularización? SI ____ NO ____

3. Indique las razones por las cuales si (no) ha considerado esta alternativa.

_____
_____
_____
_____
_____

4. Considera que la titularización podría servir a su entidad para los siguientes fines:?

a. Solucionar problemas en cuanto al índice de solvencia prescrito por las normas vigentes (relación activos de riesgo a patrimonio técnico) sin tener que recurrir a capitalizaciones por parte de los socios: SI ____ NO ____
b. Aumentar la rentabilidad de su empresa. SI ____ NO ____
c. Controlar riesgos para su empresa derivados de:
   - Variaciones en las tasas de interés del mercado SI ____ NO ____
   - Prepagos de cartera: SI ____ NO ____
   - Iliquidez por disminución de depósitos SI ____ NO ____
   - Pérdidas por siniestralidad de cartera SI ____ NO ____
d. Reducir sus costos de capitación SI ____ NO ____

Anexo # 12
ENCUESTA

EMISORES DE TITULARIZACION
SECTOR REAL

EMPRESA:_____
CARGO: _____
NOMBRE: _____
ENTREVISTADOR: _____

Para la Misión del Mercado de Capitales, creada por el Gobierno Nacional y con el fin de realizar una evaluación de la evolución reciente del mercado de capitales en Colombia, estamos realizando una breve encuesta a las entidades que por su importancia y su sobresaliente manejo financiero influyen o pueden influir de manera directa en la orientación de este mercado.

1. Su empresa ha realizado emisiones de los siguientes títulos para ser colocados a través de las Bolsas de Valores?

	SI	NO	MONTO
Papeles comerciales	_____	____	_____
Bonos	_____	____	_____
Acciones	_____	____	_____
Titularización de cartera	_____	____	_____
Titularización de inmuebles	_____	____	_____

2. Para su empresa qué tan importante sería un sistema de financiación que le reportara los siguientes beneficios. Califique de 1 a 5 cada uno:

   Un monto equivalente al 30% de su capital de trabajo en una sola operación ___
   Plazo de 1 a 3 años____
   Disminuir el índice de endeudamiento de su balance sin necesidad de capitalización ____
   Mejora su indicador de rotación de cartera ____
   No afecta sus cupos de crédito con el sistema financiero ____
   Requerido de información financiera de su empresa menor a la de un crédito bancario ____

3. Qué importancia le daría usted a las siguientes desventajas, califique de 1 a 5:

   El tiempo de trámite de la operación es de 6 a 8 meses _____
   No permite prepagos _____

Mayores requeridos en cuanto al sistema de información de la cartera _____
Requiere adicionar algunos procedimientos en el manejo de la cartera _____

4. Qué costo financiero estaría dispuesto a pagar por una financiación así:

Más de un 1% adicional a la tasa de un crédito bancario _____
1% más que un crédito bancario ordinario _____
Igual a un crédito bancario _____
1% menos que un crédito bancario _____
Menos de un 1% a la tasa de un crédito bancario. _____

PREGUNTAS PARA QUIENES HAN HECHO TITULARIZACION:

2. En orden de importancia señale las 4 razones principales para acudir a este mecanismo:

_____
_____
_____
_____

3. Califique de 1 a 5 los resultados de la titularización en las razones planteadas:

_____
_____
_____
_____

4. Cuáles considera que fueron las principales desventajas del mecanismo frente a otras alternativas?:

_____
_____
_____
_____

5. Cuáles considera que fueron las principales ventajas del mecanismo frente a otras alternativas?:

_____
_____
_____
_____

6. Estaría interesado en acudir nuevamente a este mecanismo? SI _____ NO _____

Anexo # 13

ENCUESTA
INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES

NOMBRE ENTIDAD: ----------
NOMBRE ENCUESTADO: ----------
CARGO ENCUESTADO: ----------
NOMBRE ENCUESTADOR: ----------
FECHA: ----------

El objetivo del estudio a realizar es obtener información sobre el desarrollo del mercado de capitales en Colombia, para lo cual hemos tomado una muestra representativa de las principales entidades que por su sobresaliente manejo financiero contribuyen de manera significativa en la orientación de este mercado. Esperamos que usted nos responda las siguientes preguntas:

1. En la composición de su portafolio de inversión cual es el porcentaje invertido en:
   Títulos de renta fija ----------
   Acciones ----------

2. Del total de su portafolio invertido en títulos de renta fija que porcentaje se encuentra en:
   a. Inversiones a la vista (< 90 días) ----------
   b. Inversiones entre 90 días y I año ----------
   c. Inversiones entre 1 y 3 años ----------
   d. Inversiones > 3 años ----------

3. Si usted tuviera una disponibilidad adicional de 100 millones de pesos como la distribuiría:
   Títulos de renta fija ----------
   Acciones ----------

4. Si invierte en títulos de renta fija a que plazo lo haría:
   a. Inversiones a la vista (< 90 días) ----------
   b. Inversiones entre 90 días y I años ----------
   c. Inversiones entre 1 y 3 años ----------
   d. Inversiones > 3 años ----------

5. Cuáles son las principales razones para no invertir a 3 años o cuales son las dificultades para incrementar sus inversiones en este plazo?
   a. Por necesidad de liquidez de su empresa ----------
   b. Mayor riesgo de inversión ----------
   c. Resolución 200 ----------
   d. Rentabilidad a largo plazo no es suficientemente atractiva ----------

e. Otras ----------

---

6. Durante el ultimo año usted ha invertido en alguno de estos títulos? Cuánto aproximadamente?
   a. Bonos emitidos o respaldados por instituciones financieras ----------
   b. Bonos de empresas o entidades territoriales sin aval ----------
   c. Bonos emitidos o respaldados por la Nación o el Banco de la República ----------

   d. Títulos derivados de titularizaciones de cartera de entidades financieras. ----------
   e. Titularizaciones de cartera de empresas industriales y comerciales . ----------

7. Califique de 1 a 5 cada uno de los papeles que a continuación se mencionan de acuerdo con los siguientes atributos:
   - BONOS SIN AVAL FINANCIERO
   1. Seguridad ----------
   2. Rentabilidad ----------
   3. Liquidez ----------
   4. Facilidad de inversión y manejo ----------

   - TITULOS O BONOS EMITIDOS POR EL BANCO DE LA REPUBLICA O LA NACION
   1. Seguridad ----------
   2. Rentabilidad ----------
   3. Liquidez ----------
   4. Facilidad de inversión y manejo ----------

   - TITULARIZACION DE CARTERA
   1. Seguridad ----------
   2. Rentabilidad ----------
   3. Liquidez ----------
   4. Facilidad de inversión y manejo ----------

8. Cuáles son en su opinión las dos principales ventajas de invertir en titularizaciones de cartera.

   ---

9. Cuáles son en su opinión las dos principales desventajas de invertir en Titularización de cartera.

10.Conoce otro tipo de titularización diferente a la de cartera?

---

11. Invertiría en titularizaciones diferentes a la de cartera? Por qué si o por qué no?

---

12. En los títulos de participación la rentabilidad del inversionista puede ser mayor o menor según sea el comportamiento del activo titularizado. Por ejemplo, en una titularización inmobiliaria la rentabilidad dependerá de la valorización del inmueble. Invertiría usted en estos títulos? por qué si o por qué no?

Anexo # 14

ENCUESTA

CORREDORES DE BOLSA

NOMBRE ENTIDAD: ----------
NOMBRE ENCUESTADO: ----------
CARGO ENCUESTADO: ----------
NOMBRE ENCUESTADOR: ----------
FECHA: ----------

El objetivo del estudio a realizar es obtener información sobre el desarrollo del mercado de capitales en Colombia, para lo cual hemos tomado una muestra representativa de las principales entidades que por su sobresaliente manejo financiero contribuyen de manera significativa en la orientación de este mercado. Esperamos que usted nos responda las siguientes preguntas:

1. De sus transacciones diarias que porcentaje representan los siguientes papeles:
   Bonos ----------
   CDT's ----------
   Acciones ----------
   Títulos derivados de titularizaciones ----------

2. Del total de sus transacciones realizadas en títulos de renta fija que porcentaje se encuentra en:
   a. Inversiones a la vista (< 90 días) ----------
   b. Inversiones entre 90 días y I años ----------
   c. Inversiones entre 1 y 3 años ----------
   d. Inversiones > 3 años ----------

3. Cuáles son las principales razones para no transar a 3 años o cuales son las dificultades para incrementar sus transacciones en este plazo?
   a. Por necesidad de liquidez de sus clientes ----------
   b. Mayor riesgo de inversión ----------
   c. Resolución 200 ----------
   d. Rentabilidad a largo plazo no es suficientemente atractiva ----------
   e. Otras ----------
   ----

4. Durante el último año usted ha realizado transacciones en alguno de estos títulos? Cuanto aproximadamente?
   a. Bonos emitidos o respaldados por instituciones financieras ----------
   b. Bonos de empresas o entidades territoriales sin aval ----------
   c. Bonos emitidos o respaldados por la Nación o el Banco de la República ----------
   - d. Títulos derivados de titularizaciones de cartera de entidades financieras. ----------
   e. Titularizaciones de cartera de empresas industriales y comerciales . ----------

5. Califique de 1 a 5 cada uno de los papeles que a continuación se mencionan de acuerdo con los siguientes atributos:

   - BONOS SIN AVAL FINANCIERO

   1. Seguridad ----------
   2. Rentabilidad ----------
   3. Liquidez ----------
   4. Facilidad de inversión y manejo ----------

   - TITULOS O BONOS EMITIDOS POR EL BANCO DE LA REPUBLICA O LA NACION

   1. Seguridad ----------
   2. Rentabilidad ----------
   3. Liquidez ----------
   4. Facilidad de inversión y manejo ----------

   - TITULARIZACION DE CARTERA

   1. Seguridad ----------
   2. Rentabilidad ----------
   3. Liquidez ----------
   4. Facilidad de inversión y manejo ----------

6. Cuales son en su opinión las dos principales ventajas de realizar transacciones de títulos derivados de Titularizaciones de cartera
   ---

   ---

7. Cuáles son en su opinión las dos principales desventajas de realizar transacciones de títulos derivados de Titularizaciones de cartera
   ---

   ---

8. Conoce otro tipo de titularización diferente a la de cartera?

   ---

9. Realizaría transacciones de títulos derivados de titularizaciones diferentes a la de cartera? Por qué o por qué no?

---

10. En los títulos de participación la rentabilidad del inversionista puede ser mayor o menor según sea el comportamiento del activo titularizado. Por ejemplo, en una titularización inmobiliaria la rentabilidad dependerá de la valorización del inmueble. Transaría usted en estos títulos? por qué si o por qué no?

TITULARIZACIÓN: BIBLIOGRAFIA

Apgar, William (1990). Preservation of Existing Housing a Key Element in a Revitalizad Housing Policy.

Aristizabal, Gustavo (1992). Introducción a la Titularización de Activos, Bolsa de Medellín, 1992.

Arnoud, W.A. (1993). "Security Design", in Journal of Finance, Sep 1993, vol 48, no. 4, p. 1349-1378.

Barry, Christopher B. (1994). "The Strucuture of Mortgage Markets in Mexico and Prospects for their Securitization", in Journal of Housing Research, 1994, vol. 5, no. 2, p. 173-204. (*OJO*)

Boemio, Thomas & Edwards, Gerald (1989). "Asset Securitization a Supervisory Perspective", in Federal Reserve Buletin., October, 1989, vol. 75, no. 10, p. 659(11).

Bolsa de Bogotá (1991). Titrisation y securitization, Titularización, Boletín Mensual, Bolsa de Bogotá, Septiembre.

Borod, Ronald S. (1991). Securitization: Asset-Backed and Mortage Backed Securities, Salem, N.H.: Butterworth Legal Publishers.

Brady, Simon (1989). "Europe may Learn to Love the MTN", Euromoney, January, p.75-82.

Caouette, John B. (1992). "The Future of Asset Securitization", World of Banking, July-August, vol. 11, no. 4.

Carlstrom, Charles (1993). "Examining the Microfundations of Market Incentives for Asset-Backed Lending", Economic Review (Federal Reserve Bank of Cleveland), First Quarter, 1993, vol 29, no. 1, p. 27-38. (*Ojo*)

Corporate Finance (1994) , Guide to Securitization, in Corporate Finance, October, 1994,

Crane, D.B. (1995). "The Transfer of Economic Resources", in : Merton, R.C. and Bodie, Z. (eds.), The Global Financial System: A Functional Perspective, A Report of the Global Financial System Group, Harvard Bussiness School.

Cully, Kathleen G. (1988). "Securitizing Commercial Mortage Pools", in Flinn, Irvine D. (chairman) Securtization of Commercial Real State 1989, Practising Law Institute, New York.

Daulon, Francois (1993). El Proceso de Desintermediación Financiera de la Consecusión de Recursos, Seminario Titularización, Bogotá, 1993. (Citado por Alberto Gutierrez Bernal).

Donahoo, Kathleen K. (1991). "Capital Requirements and Securitization Decision", Quarterly Review of Economics & Business, Winter, 1991, vol. 31, no. 4, p. 12-23.

Economist (1994). Exit the Middleman, Financial Services International Banking Survey. April 30, 1994, vol 331, no. 7861.

Economist (1993). "Too good to be true Japanese Securitization Bad Bank Loans", in The Economist, Nov 27, 1993, v. 329, No. 7839, p. 85.

Economist (1991). "Stunted Securitisation", (Market Focus), in The Economist , Nov. 2 1991, vol. 321, no. 7731, p. 71.

Economist (1988)."Chez Nous Securitization in France", in The Economist, 1988. , October 29, 1988, vol. 309, no. 7574, p. 85(1).

Economist (1988)."Thoughts From the Ministry (Securitization of Japanese Bank Debt)", in The Economist, 1988. Sept. 24, 1988, vol. 308, no. 7569, p. 107(1).

Euromoney (1988). "Commercial Paper on Display", Euromoney Corporate Finance Supplement, October, p. 35-8.

Fabozzi, F. (1993). Bond Markets, Analysis and Strategies, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Feeney, Paul W.(1995). Securitization: Redifining the Bank, Basingstoke: London: Macmillan.

Floate, Helen (1995). "Europe Gets an Itch for Securitization", in International Bond Investor, Winter, 1994/95, p. 44/45.

Gardener, Edward P. M. & Revell, Jack (1988). Securitisation: History, Forms and Risks, Institute of European Finance Research Monographs in Bank and Finance, No. 5 (Institute of European Finance, Bangor, 1988).

Goodhart, Will (1993). "Securitisation Gains Support in Europe", Corporate Finance, No. 98, Enero, Londres, Euromoney Publications.

Government National Mortgage Association (1992). GNMA, Ginnie Mae Investment Facts, US Department of Housing and Urban Development, Washington D.C.

Gruppo, David M. & Hui, Karen (1988). Securitization of Credit Card Receivables Using a Senior/Subordinated Structure, Asset-Backed Securities Research Series, Goldman Sachs, New York.

Hahn, Thomas (1993). "Commercial Paper: Characteristics and Changing Role of the US Commercial Paper Market", in Economic Quarterly, Spring 1993, vol. 79, no. 2, p. 45(23).

Halstead, D. (1994). "Securitization in Europe: A Practitioner's Perspective", en : The Financier, Diciembre.

Henderson, John (1994). "Practical Guide to Securitization", in Corporate Finance, March 1994, no. 112, p. 19-22.

Henderson, John (1988). Securitization. New York: Woodhead-Faulkner.

Henrot, Francois (1989). "France Introduces Securitisation", Housing Finance International, May, p. 32-4.

Hull, Everette (1989). "Complete Story on Securitization of Bank Assets", in Journal of Commercial Bank Lending, (* Ver mas detalles en LR Index*)

International Financial Law Review (1993), Securitization Supplement., in International Financial Law Review August 1993,

International Financial Law Review, Shipping Finance Supplement, in International Financial Law Review August 1992,.

Johnson, Mark (1993). "Securitisation in Europe", Euroweek, April 23, 1993, no. 299, p 48-53.

Journal of Applied Corporate Finance (1988), Securitization, in Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance, (fall). Entire Issue.

Kawachi, Michael (1994). "New Law of Asset Securitization in Japan Symposium Pacific Rim Trade", in The University of Puget Sound Law Review, (* Ver Mas detalles LR Index*).

Kavanagh, Barbara; Boemio, Thomas & Edwards, Gerald A. (1992). "Asset Backed Commercial Paper Programs", in Federal Reserve Bulletin, February, vol. 78, no. 2, p. 107.

Kuhn, Robert Lawrence (1990). Mortage and Asset Securitization, Volume 5 of the Library of Investment Banking, Homewood, Ill: Dow Jones Irwin.

Laurie, Samantha (1989). "France: Questions of Strategy", in Banker, Sep 1989, vol. 139, no. 763, p. 51-53.

Lawden, James(1993). "Japanese Securitization: In for a Major Boost? ", in International Finanancial Law Review, Sep. 1993, vol. 12, no. 9, p. 29-31.

Lederman, Jess (1990). The Hand Book of Asset-Backed Securities, New York Institute of Finance: New York

Liebowitz, Michael (1993). "Freemont Financial Breaks the Ice with First Small Business ABS", Investment Dealers Digest, April 5 1993, vol. 59, no. 14.

McKinnon, R. (1973). Money and Economic Development in Finance, Washington: The Brookings Institution.

Manubens, Rodrigo M. (1990). Sistema Financiero en la Década del Noventa: Una Perspectiva Internacional y sus Implicancias para el Caso Chileno, Estudios Públicos

Modiagliani, F. & Fabozzi, F. (19??). Mortage and Asset Backed Securities, Boston: Harvard University Press.

Monroe, Ann (1989). "Word is everyone is Thinking About Securitization it Won't Happen Overnight but Asset Backed Securities are too Profitable and Safe not to Find New..", in GlobalFinance, 1989.

Monroe, Ann (1989). "Securitization: The Analysis and Development of the Loan Based Asset Backed Securitization..", in GlobalFinance, 1989.

Montagu-Pollock, Mathew (1990). "Asia Discovers Securitisation", in Asian Bussiness, Sep 1990, vol. 26, no. 9, p. 64-68.

Myers, Robert J. (1992). "Incomplete Markets and Commodity-Linked Finance in Developing Countries", World Bank Research Observer, January, vol. 7, no. 1, p. 79-94.

Norton, J. & Spellman (1991), (eds.), Asset Securitization: International Financial and Legal Perspectives, Oxford: Basil Blackwell.

Ocampo, Juan M.(1989). "The ABCs of Asset Securitization", in Bankers Magazine, May/June 1989, vol. 172, no. 3, p. 5-9.

Project & Trade Finance (1995). "Mexico Tool Road Pays", in Project & Trade Finance, January 1995, no. 141, p. 32.

Real State Finance Journal (1994), Securitization, in Real State Finance Journal, Summer 1994, vol 101, no. 1

Rosenberg, Richard (1993). "How Feasible is the Securitization of Loans to Small and Medium Sized Bussinesses? ", in Commercial Lending Review, Fall 1993, vol. 8, no. 4, p. 4-15.

Ruda, Howard (1993). "Strucutred Fianance: A Guide to the Principles of Asset Securitization"(Book Review), in New York Law Journal.

Rutherford, Reid (1995). "Securitizing Small Bussiness Loans: A Banker's Action Plan", in Commercial Lending Review, Winter 1994/95, vol. 10, no. 1, p. 62-74.

Schwarcz, Steven L. (1993). Structured Finance: a guide to the Principles of Securitization, New York, New York: Practising Law Institute.

Schwarcz, Steven L. (1993). "Parts are Greater than the Whole: How Securitization of Divisible Interests can Revolutionize Strucutred Finance and Open the Capital Markets to Middle Market", in Columbia Bussiness Law Review,

Simms, Marsha M. (1994). "Asset Securitization". October 1, 1994, Weil, Gotshal & Manges.

Singh, Manoj K (1994). "Collaterized Mortage Obligations: Structures and Analysis", in Journal of Finance, June 1994, vol. 49, no. 2, p. 757-760.

Sirri, E. & Tufano, P. (1995). "The Economics of Pooling", in : Merton, R.C. and Bodie, Z. (eds.), The Global Financial System: A Functional Perspective, A Report of the Global Financial System Group, Harvard Bussiness School.

Spillenkothen, Richard & Wilson, Donald (1992). "Statement by Richard Spillenkothen, Director, Division of Banking Supervision and Regulation, Board of Governors of the Federal Reserve System, and Donald H Wilson, Finalcial Markets Officer, Federal Reserve Bank of Chicago, before the Subcomittee on Policy, Research and Insurance of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, US House of Representatives", May 6, 1992, Statements to Congress, Transcript, in Federal Reserve Bulletin, July 1992, vol. 78, no. 7, p. 492.

Roberts, John (1993)."Spain: New Problems, New Solutions", in Euroweek, Sep. 1993, Spain Supplemment, p. 32-36.

Robinson, Danielle (1994). "Project Boost to Latin Securitization", in Corporate Finance, Feb. 1994, no. 111, p. 44-45.

Robinson, Danielle (1994). "No Limits to Asset Backed Deals", in Corporate Finance, Jan. 1994, no. 110, p. 16-18.

Rowland, Benjamin M. Developing a Mortgage Bond Market in Colombia: Some Comparative Perspectives, Mimeo, Octubre 1992 (Citada por Alberto Gutierrez Bernal).

Stuart, Kenneth J. (1993). "Securitization: New Look for the 1990's", International Law Financial Review, January, vol. 12, no. 1.

Stuber, Walter Douglas (1994). "International Briefings: Latin America", in International Financial Law Review, January 1994, vol. 13, no. 1, p. 40-41.

Titus, Robert (1993). "Securitization, Structured Financing, Financial Asset Pools and Asset Backed Securities", in Boston University Law Review, 2 Vols (* Ver mas detalles en LR Index*)

United States Senate (1993)."Encouraging Small Bussiness Lending and Investment",. Hearing September 9 1993 on Ways to Increase the Availability of Credit to Small Bussiness by Eliminating Impe..:, Committe on Banking, Housing and Urban Affairs.

United States Senate (1993). Statement by David Mullins JR Vice-Chairman Board of Governors of the Federal Reserve before the Comittee on Small Bussiness, March 4, in Federal Reserve Bulletin.

United States, Congress, House, Comittee on Banking, Housing and Urban Affairs, Subcomitte on Housing and Urban Affairs (1989). Assesing recently revealed problems in FHA and Ginnie Mae, Hearing before the Subcomittee on Housing and Urban Affairs of the Committe on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, 101 Congress, first session, August 1 and 3 of 1989. Washington: US Government Printing Office.

United States, Congress, House, Comittee on Banking, Finance and Urban Affairs (1988). Changes in our Financial System: Globalization of Capital Markets and Securitization of Credit, Hearings before the Committe on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives, 102 Congress, first session, October 13 and 14, 1987. Washington: US Government Printing Office.

World of Banking (1993). "Development of Securitization Around the World", World of Banking, May/June 1993, vol. 12, no. 3, p. 4-7.

Zweig, P.L. (1989), (ed.), The Asset Securitization Handbook, Homewood, IL: Dow Jones Irwin.

TITULARIZACIÓN: BIBLIOGRAFIA

Apgar, William (1990). Preservation of Existing Housing a Key Element in a Revitalizad Housing Policy.

Aristizabal, Gustavo (1992). Introducción a la Titularización de Activos, Bolsa de Medellín, 1992.

Arnoud, W.A. (1993). "Security Design", in Journal of Finance, Sep 1993, vol 48, no. 4, p. 1349-1378.

Barry, Christopher B. (1994). "The Strucuture of Mortgage Markets in Mexico and Prospects for their Securitization", in Journal of Housing Research, 1994, vol. 5, no. 2, p. 173-204. (*OJO*)

Boemio, Thomas & Edwards, Gerald (1989). "Asset Securitization a Supervisory Perspective", in Federal Reserve Buletin., October, 1989, vol. 75, no. 10, p. 659(11).

Bolsa de Bogotá (1991). Titrisation y securitization, Titularización, Boletín Mensual, Bolsa de Bogotá, Septiembre.

Borod, Ronald S. (1991). Securitization: Asset-Backed and Mortage Backed Securities, Salem, N.H.: Butterworth Legal Publishers.

Brady, Simon (1989). "Europe may Learn to Love the MTN", Euromoney, January, p.75-82.

Caouette, John B. (1992). "The Future of Asset Securitization", World of Banking, July-August, vol. 11, no. 4..

Carlstrom, Charles (1993). "Examining the Microfundations of Market Incentives for Asset-Backed Lending", Economic Review (Federal Reserve Bank of Cleveland), First Quarter, 1993, vol 29, no. 1, p. 27-38. (*Ojo*)

Corporate Finance (1994) , Guide to Securitization, in Corporate Finance, October, 1994,

Crane, D.B. (1995). "The Transfer of Economic Resources", in : Merton, R.C. and Bodie, Z. (eds.), The Global Financial System: A Functional Perspective, A Report of the Global Financial System Group, Harvard Bussiness School.

Cully, Kathleen G. (1988). "Securitizing Commercial Mortage Pools", in Flinn, Irvine D. (chairman) Securtization of Commercial Real State 1989, Practising Law Institute, New York.

Daulon, Francois (1993). El Proceso de Desintermediación Financiera de la Consecusión de Recursos, Seminario Titularización, Bogotá, 1993. (Citado por Alberto Gutierrez Bernal).

Donahoo, Kathleen K. (1991). "Capital Requirements and Securitization Decision", Quarterly Review of Economics & Business, Winter, 1991, vol. 31, no. 4, p. 12-23.

Economist (1994). Exit the Middleman, Financial Services International Banking Survey. April 30, 1994, vol 331, no. 7861.

Economist (1993). "Too good to be true Japanese Securitization Bad Bank Loans", in The Economist, Nov 27, 1993, v. 329, No. 7839, p. 85.

Economist (1991). "Stunted Securitisation", (Market Focus), in The Economist , Nov. 2 1991, vol. 321, no. 7731, p. 71.

Economist (1988)."Chez Nous Securitization in France", in The Economist, 1988. , October 29, 1988, vol. 309, no. 7574, p. 85(1).

Economist (1988)."Thoughts From the Ministry (Securitization of Japanese Bank Debt)", in The Economist, 1988. Sept. 24, 1988, vol. 308, no. 7569, p. 107(1).

Euromoney (1988). "Commercial Paper on Display", Euromoney Corporate Finance Supplement, October, p. 35-8.

Fabozzi, F. (1993). Bond Markets, Analysis and Strategies, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Feeney, Paul W.(1995). Securitization: Redifining the Bank, Basingstoke: London: Macmillan.

Floate, Helen (1995). "Europe Gets an Itch for Securitization", in International Bond Investor, Winter, 1994/95, p. 44/45.

Gardener, Edward P. M. & Revell, Jack (1988). Securitisation: History, Forms and Risks, Institute of European Finance Research Monographs in Bank and Finance, No. 5 (Institute of European Finance, Bangor, 1988).

Goodhart, Will (1993). "Securitisation Gains Support in Europe", Corporate Finance, No. 98, Enero, Londres, Euromoney Publications.

Government National Mortgage Association (1992). GNMA, Ginnie Mae Investment Facts, US Department of Housing and Urban Development, Washington D.C.

Gruppo, David M. & Hui, Karen (1988). Securitization of Credit Card Receivables Using a Senior/Subordinated Structure, Asset-Backed Securities Research Series, Goldman Sachs, New York.

Hahn, Thomas (1993). "Commercial Paper: Characteristics and Changing Role of the US Commercial Paper Market", in Economic Quarterly, Spring 1993, vol. 79, no. 2, p. 45(23).

Halstead, D. (1994). "Securitization in Europe: A Practitioner's Perspective", en : The Financier, Diciembre.

Henderson, John (1994). "Practical Guide to Securitization", in Corporate Finance, March 1994, no. 112, p. 19-22.

Henderson, John (1988). Securitization. New York: Woodhead-Faulkner.

Henrot, Francois (1989). "France Introduces Securitisation", Housing Finance International, May, p. 32-4.

Hull, Everette (1989). "Complete Story on Securitization of Bank Assets", in Journal of Commercial Bank Lending, (* Ver mas detalles en LR Index*)

International Financial Law Review (1993), Securitization Supplement., in International Financial Law Review August 1993,

International Financial Law Review, Shipping Finance Supplement, in International Financial Law Review August 1992,.

Johnson, Mark (1993). "Securitisation in Europe", Euroweek, April 23, 1993, no. 299, p 48-53.

Journal of Applied Corporate Finance (1988), Securitization, in Continental Bank Journal of Applied Corporate Finance, (fall). Entire Issue.

Kawachi, Michael (1994). "New Law of Asset Securitization in Japan Symposium Pacific Rim Trade", in The University of Puget Sound Law Review, (* Ver Mas detalles LR Index*).

Kavanagh, Barbara; Boemio, Thomas & Edwards, Gerald A. (1992). "Asset Backed Commercial Paper Programs", in Federal Reserve Bulletin, February, vol. 78, no. 2, p. 107.

Kuhn, Robert Lawrence (1990). Mortage and Asset Securitization, Volume 5 of the Library of Investment Banking, Homewood, Ill: Dow Jones Irwin.

Laurie, Samantha (1989). "France: Questions of Strategy", in Banker, Sep 1989, vol. 139, no. 763, p. 51-53.

Lawden, James(1993). "Japanese Securitization: In for a Major Boost? ", in International Finanancial Law Review, Sep. 1993, vol. 12, no. 9, p. 29-31.

Lederman, Jess (1990). The Hand Book of Asset-Backed Securities, New York Institute of Finance: New York

Liebowitz, Michael (1993). "Freemont Financial Breaks the Ice with First Small Business ABS", Investment Dealers Digest, April 5 1993, vol. 59, no. 14.

McKinnon, R. (1973). Money and Economic Development in Finance, Washington: The Brookings Institution.

Manubens, Rodrigo M. (1990). Sistema Financiero en la Década del Noventa: Una Perspectiva Internacional y sus Implicancias para el Caso Chileno, Estudios Públicos

Modiagliani, F. & Fabozzi, F. (19??). Mortage and Asset Backed Securities, Boston: Harvard University Press.

Monroe, Ann (1989). "Word is everyone is Thinking About Securitization it Won't Happen Overnight but Asset Backed Securities are too Profitable and Safe not to Find New..", in GlobalFinance, 1989.

Monroe, Ann (1989). "Securitization: The Analysis and Development of the Loan Based Asset Backed Securitization..", in GlobalFinance, 1989.

Montagu-Pollock, Mathew (1990). "Asia Discovers Securitisation", in Asian Bussiness, Sep 1990, vol. 26, no. 9, p. 64-68.

Myers, Robert J. (1992). "Incomplete Markets and Commodity-Linked Finance in Developing Countries", World Bank Research Observer, January, vol. 7, no. 1, p. 79-94.

Norton, J. & Spellman (1991), (eds.), Asset Securitization: International Financial and Legal Perspectives, Oxford: Basil Blackwell.

Ocampo, Juan M.(1989). "The ABCs of Asset Securitization", in Bankers Magazine, May/June 1989, vol. 172, no. 3, p. 5-9.

Project & Trade Finance (1995). "Mexico Tool Road Pays", in Project & Trade Finance, January 1995, no. 141, p. 32.

Real State Finance Journal (1994), Securitization, in Real State Finance Journal, Summer 1994, vol 101, no. 1

Rosenberg, Richard (1993). "How Feasible is the Securitization of Loans to Small and Medium Sized Bussinesses? ", in Commercial Lending Review, Fall 1993, vol. 8, no. 4, p. 4-15.

Ruda, Howard (1993). "Strucutred Fianance: A Guide to the Principles of Asset Securitization"(Book Review), in New York Law Journal.

Rutherford, Reid (1995). "Securitizing Small Bussiness Loans: A Banker's Action Plan", in Commercial Lending Review, Winter 1994/95, vol. 10, no. 1, p. 62-74.

Schwarcz, Steven L. (1993). Structured Finance: a guide to the Principles of Securitization, New York, New York: Practising Law Institute.

Schwarcz, Steven L. (1993). "Parts are Greater than the Whole: How Securitization of Divisible Interests can Revolutionize Strucutred Finance and Open the Capital Markets to Middle Market", in Columbia Bussiness Law Review,

Simms, Marsha M. (1994). "Asset Securitization". October 1, 1994, Weil, Gotshal & Manges.

Singh, Manoj K (1994). "Collaterized Mortage Obligations: Structures and Analysis", in Journal of Finance, June 1994, vol. 49, no. 2, p. 757-760.

Sirri, E. & Tufano, P. (1995). "The Economics of Pooling", in : Merton, R.C. and Bodie, Z. (eds.), The Global Financial System: A Functional Perspective, A Report of the Global Financial System Group, Harvard Bussiness School.

Spillenkothen, Richard & Wilson, Donald (1992). "Statement by Richard Spillenkothen, Director, Division of Banking Supervision and Regulation, Board of Governors of the Federal Reserve System, and Donald H Wilson, Finalcial Markets Officer, Federal Reserve Bank of Chicago, before the Subcomittee on Policy, Research and Insurance of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, US House of Representatives", May 6, 1992, Statements to Congress, Transcript, in Federal Reserve Bulletin, July 1992, vol. 78, no. 7, p. 492.

Roberts, John (1993)."Spain: New Problems, New Solutions", in Euroweek, Sep. 1993, Spain Supplemment, p. 32-36.

Robinson, Danielle (1994). "Project Boost to Latin Securitization", in Corporate Finance, Feb. 1994, no. 111, p. 44-45.

Robinson, Danielle (1994). "No Limits to Asset Backed Deals", in Corporate Finance, Jan. 1994, no. 110, p. 16-18.

Rowland, Benjamin M. Developing a Mortgage Bond Market in Colombia: Some Comparative Perspectives, Mimeo, Octubre 1992 (Citada por Alberto Gutierrez Bernal).

Stuart, Kenneth J. (1993). "Securitization: New Look for the 1990's", International Law Financial Review, January, vol. 12, no. 1.

Stuber, Walter Douglas (1994). "International Briefings: Latin America", in International Financial Law Review, January 1994, vol. 13, no. 1, p. 40-41.

Titus, Robert (1993). "Securitization, Structured Financing, Financial Asset Pools and Asset Backed Securities", in Boston University Law Review, 2 Vols (* Ver mas detalles en LR Index*)

United States Senate (1993)."Encouraging Small Bussiness Lending and Investment", Hearing September 9 1993 on Ways to Increase the Availability of Credit to Small Bussiness by Eliminating Impe.., Committe on Banking, Housing and Urban Affairs.

United States Senate (1993). Statement by David Mullins JR Vice-Chairman Board of Governors of the Federal Reserve before the Comittee on Small Bussiness, March 4, in Federal Reserve Bulletin.

United States, Congress, House, Comittee on Banking, Housing and Urban Affairs, Subcomitte on Housing and Urban Affairs (1989). Assesing recently revealed problems in FHA and Ginnie Mae, Hearing before the Subcomittee on Housing and Urban Affairs of the Committe on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, 101 Congress, first session, August 1 and 3 of 1989. Washington: US Government Printing Office.

United States, Congress, House, Comittee on Banking, Finance and Urban Affairs (1988). Changes in our Financial System: Globalization of Capital Markets and Securitization of Credit, Hearings before the Committe on Banking, Finance and Urban Affairs, House of Representatives, 102 Congress, first session, October 13 and 14, 1987. Washington: US Government Printing Office.

World of Banking (1993). "Development of Securitization Around the World", World of Banking, May/June 1993, vol. 12, no. 3, p. 4-7.

Zweig, P.L. (1989), (ed.), The Asset Securitization Handbook, Homewood, IL: Dow Jones Irwin.