

TITULARIZACION: UNA NUEVA VISION PARA EL DESARROLLO DEL PAIS

ERIC DUPORT JARAMILLO
SERGIO VIVEROS RUBIANO

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DERECHO ECONÓMICO
BOGOTÁ, D.C.
2001

TITULARIZACION: UNA NUEVA VISION PARA EL DESARROLLO DEL PAIS

ERIC DUPORT JARAMILLO
SERGIO VIVEROS RUBIANO

Trabajo de grado para optar al título de abogado

Director
JUAN PABLO JAIMES GARCÍA
Abogado

PONTIFICIA UNIVERSIDAD JAVERIANA
FACULTAD DE CIENCIAS JURÍDICAS
DEPARTAMENTO DE DERECHO ECONÓMICO
BOGOTÁ, D.C.
2001

AGRADECIMIENTOS

Los autores manifiestan sus agradecimientos a:

Juan Pablo Jaimes García, Secretario General de la Superintendencia de Valores, por su colaboración y dedicación, en el desarrollo de éste trabajo de grado.

Padre Luis Fernando Álvarez S.J., Decano Académico de la Facultad de Ciencias Jurídicas de la Pontificia Universidad Javeriana, por su apoyo y orientación a lo largo del desarrollo de ésta tesis.

Funcionarios de la Superintendencia de Valores, por la valiosa colaboración en la obtención de información bibliográfica, así como en las entrevistas realizadas; columna vertebral de nuestra investigación.

CONTENIDO

Pag.

INTRODUCCIÓN 11

1.	LA TITULARIZACIÓN: INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN	16
1.1.	UBICACIÓN EN EL TEMA	16
1.2.	LA FINANCIACIÓN DEL GOBIERNO	18
1.2.1.	EL MERCADO DE VALORES.	19
1.2.2.	LA TITULARIZACIÓN: BREVE CONCEPTO	25
2. TITULARIZACIÓN		26
2.1.	ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA	26
2.1.1.	ORIGEN DE LA TITULARIZACIÓN	27
2.1.1.1.	La titularización en los Estados Unidos	27
2.1.1.2.	La titularización en Inglaterra	30
2.1.1.3.	La titularización en Francia	30
2.1.1.4.	La titularización en Colombia	31
2.1.2.	ASPECTOS GENERALES	34
2.1.2.1.	Esquemas de titularización	35
2.1.2.2.	Bienes y activos susceptibles de titularización.	39
2.1.2.2.1.	Créditos	39
2.1.2.2.2.	Inmobiliaria	39

2.1.2.2.3.	De valores	39
2.1.2.2.4.	De obras de infraestructura y Servicios Públicos	40
2.1.2.2.5.	De contratos de leasing	40
2.1.2.2.6.	Otros bienes o activos	40
2.1.3.	VENTAJAS DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN	41
2.1.4.	LA DESINTERMEDIACIÓN	42
2.1.5.	MECANISMOS DE COBERTURA	43
2.1.5.1.	Mecanismos internos de cobertura:	44
2.1.5.2.	Mecanismos externos de cobertura:	46
2.1.6.	VÍAS JURÍDICAS PARA LLEVAR A CABO PROCESOS DE TITULARIZACIÓN	47
2.1.6.1.	Contrato De Fiducia	47
2.1.6.1.1.	Contrato de fiducia mercantil irrevocable.	47
2.1.6.1.2.	Fiducia mercantil irrevocable con fondos comunes especiales.	48
2.1.6.1.3.	Fiducia mercantil irrevocable sin fondos comunes especiales.	49
2.1.6.1.4.	Contratos de fiducia pública.	51
2.1.6.1.5.	Contratos de encargo fiduciario público.	51
2.1.6.2.	Fondos de valores	51
2.1.6.3.	Fondos comunes ordinarios	53
2.1.7.	SUJETOS INTRÍNSECOS	53
2.1.7.1.	Agente originador	53
2.1.7.2.	Agente de manejo	54
2.1.7.3.	Agente administrador	55
2.1.7.4.	Agente colocador	56
2.1.8.	SUJETOS EXTRÍNSECOS	57
2.1.8.1.	Sociedad calificadora de valores	57
2.1.8.1.1.	Aspectos que se tienen en cuenta al momento de emitir una calificación	58
2.1.8.1.2.	Ventajas que ofrece la calificación de riesgos	59
2.1.8.1.3.	Clase de títulos que se califican	60
2.1.8.2.	Los Inversionistas	65
2.1.8.3.	Banca de Inversión	65
2.1.8.4.	Superintendencia de Valores	66
2.1.8.5.	Depósito Centralizado de Valores	67
2.1.9.	EL MERCADO PÚBLICO DE VALORES	68
2.1.9.1.	Diferentes clases de emisiones	69
2.1.9.1.1.	Capitalizar la empresa:	69
2.1.9.1.2.	Endeudar la empresa:	70
2.1.9.1.3.	Darle liquidez a los activos:	71
2.1.9.2.	Clases de Títulos Emitidos	73
2.1.9.2.1.	Títulos de contenido crediticio	73
2.1.9.2.2.	Títulos de participación	74
2.1.9.2.3.	Mixtos	75

3. DESARROLLO EN COLOMBIA 76

3.1.	ANÁLISIS ESTRUCTURADO	77
3.1.1.	ANTES DE LA RESOLUCIÓN 400 DE 1995	77

3.1.2.	DESPUÉS DE LA RESOLUCIÓN 400 DE 1995	79
3.1.3.	PRINCIPALES ACTIVOS TITULARIZADOS EN COLOMBIA	82
3.1.3.1.	Titularización Inmobiliaria	82
3.1.3.2.	Titularización de Cartera Hipotecaria	83
3.1.3.3.	Titularización de Cartera de Crédito	84
3.1.3.4.	Titularización de Flujos Futuros	85
3.1.3.5.	Titularización Ganadera	86
3.1.3.6.	Sector Público	89
3.1.4.	RESULTADOS GLOBALES	91
3.1.4.1.	En números	91
3.1.4.2.	Tipo de Títulos emitidos	94
3.1.4.3.	Opiniones sobre la Nueva Sociedad Titularizadora	95

4. LA TITULARIZACIÓN EN EL SETOR PÚBLICO 100

4.1.	ENTORNO NACIONAL	100
4.2.	USO TANGENCIAL DE ESTE MECANISMO POR PARTE DEL SECTOR PÚBLICO	105
4.3.	VENTAJAS PARA LOS ENTES PÚBLICOS	109
4.4.	RAZONES POR LAS CUALES NO SE HA DESARROLLADO LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA Y SUS POSIBLES SOLUCIONES	114

5. CONCLUSIONES 118

LISTA DE CUADROS Y GRÁFICOS

	Pag.
Gráfico 1: Estructura de Flujo de Caja sin respaldo de Agencia Gubernamental	30
Gráfico 2: Esquema de Valor de Mercado, con pignoración del Colateral en Fideicomiso	31
Gráfico 3: Criterios de Calificación de las Emisiones de Títulos a Largo Plazo	50
Gráfico 4: Criterios de Calificación de las Emisiones de Títulos a Largo Plazo	51
Gráfico 5: Criterios de Calificación para Títulos de Participación Inmobiliaria	52

Gráfico 6: Quiénes pueden emitir y qué pueden emitir 64

Gráfico 7: Estadísticas colombianas de titularización 84

RESUMEN

El objetivo de este trabajo es analizar el proceso de titularización como mecanismo alternativo de financiación haciendo énfasis en el sector público en Colombia. Para ello se realizó un estudio del mercado de valores en Colombia, y su poca utilización.

Se realizó igualmente un análisis histórico de la titularización en los principales países del mundo, para posteriormente enfocarse en el génesis y desarrollo de la titularización en Colombia. Se examinó el proceso de titularización en sí mismo, identificando los sujetos que interactúan en el proceso, las vías jurídicas para

llevar acabo con éxito la titularización, los activos susceptibles de titularización y en general, todos los aspectos relacionados con el correcto desarrollo de éste mecanismo de financiación.

Por medio de cifras y estadísticas oficiales tomadas de los anales de la Superintendencia de Valores, se analizó la titularización en Colombia desde el punto de vista real y práctico. Se revisaron las principales titularizaciones que se han desarrollado en Colombia, en especial las pocas que se han realizado en el sector público en los últimos años, para llegar a la conclusión que la implementación de éste mecanismo alternativo de financiación no ha sido utilizado por el sector público.

Consecuentemente, se buscaron los motivos por los cuales el Gobierno Nacional no ha utilizado la titularización, como mecanismo alternativo de financiación. Se buscaron las causas que justifican el uso tangencial de ésta figura en Colombia por parte del sector público, e igualmente hubo un enfoque adecuado para proponer soluciones y así obtener un mayor aprovechamiento de éste instrumento financiero.

INTRODUCCIÓN

En los últimos años, la economía colombiana viene atravesando una crisis alarmante. Cada día los colombianos son más pobres y la clase social media está desapareciendo, generando una mayor distancia entre la clase alta y la clase baja.

Frente a esta situación el Gobierno Nacional ha tratado a través de diversos mecanismos económicos acelerar y promover el desarrollo del país, pero los resultados arrojados hasta ahora no han sido suficientemente alentadores.

La imagen que tiene Colombia internacionalmente por razones de violencia, narcotráfico y corrupción no han dejado que la inversión extranjera alimente la economía del país. Los índices de desempleo actual en Colombia superan cualquier precedente en su historia y esto a influido, entre otros aspectos, para que el desarrollo del país sea mínimo.

Desafortunadamente en Colombia existe la cultura y creencia que para conseguir recursos de financiación es necesario endeudarse con entidades financieras, lo cual, tiene un costo muy alto.

Otro aspecto a considerar es que el Presupuesto Nacional no está cubriendo todas las necesidades que tiene el país. Los gastos que tiene el Estado son cada día más altos.

Los ingresos del Estado son inversamente proporcionales al gasto, lo que ha ocasionado que las partidas del presupuesto que se destinan a los municipios y departamentos disminuyan, desacelerando el desarrollo de éstos entes públicos.

Las entidades territoriales necesitan de algún otro mecanismo que les ayude a desarrollar sus regiones a bajos costos, y para este fin existe en el mundo financiero la titularización de activos.

La titularización es un mecanismo alternativo de financiación que le ofrece al público obtener recursos. Aunque este mecanismo ofrece múltiples beneficios

económicos, desafortunadamente, no ha sido utilizado en Colombia con la frecuencia que se debería.

En un principio se pensó que las razones por las cuales la titularización no se ha desarrollado en Colombia tanto en el sector público como el privado eran obstáculos jurídicos y económicos. Pero después de una larga investigación realizada por nosotros principalmente en la Superintendencia de Valores y en ciertas Sociedades Comisionistas de Bolsa, concluimos que el problema por el cual el público en general no ha aprovechado del todo esta figura financiera de la titularización, es la falta de conocimiento y por ende de cultura de los beneficios que ésta ofrece al público.

La Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, es la norma principal que regula los procesos de titularización. Esta norma fue modelo para el desarrollo de otras en diferentes países latinoamericanos. Consideramos que la Resolución es amplia, pues le deja a la inventiva de los originadores, los activos que deseen titularizar.

Después de un exhausto análisis de la Resolución 400 de 1995 expedida por la Superintendencia de Valores, concluimos que desde la perspectiva jurídica, ésta norma no es obstáculo para el desarrollo de la titularización en Colombia.

Posteriormente, analizamos el bajo desarrollo de este mecanismo alternativo de financiación desde un punto de vista económico. El resultado fue igualmente

sorprendente al demostrar que desde este punto de vista no hay ningún obstáculo para su desarrollo. Cada proceso de titularización necesita un estudio de factibilidad desarrollado por especialistas en el tema. Este estudio, según entrevistas realizadas en la Superintendencia de Valores, generalmente es exitoso. Se concluyó que el aspecto económico de los procesos de titularización no es un obstáculo para el desarrollo de esta figura financiera.

Finalmente, llegamos al análisis de los aspectos culturales de la titularización en el país. Los colombianos están acostumbrados a financiar sus necesidades económicas a través de los mecanismos ordinarios tales como los créditos internos y externos. A nuestro juicio, en Colombia no existe una cultura de financiación a largo plazo.

Igualmente, llegamos a la conclusión que la falta de conocimiento de esta figura financiera es asombroso. Los colombianos tanto del sector privado, como del sector público, no conocen como funciona la titularización de activos como mecanismo alternativo de financiación. Corroboramos a través de entrevistas a funcionarios públicos y particulares, que si bien es cierto que han oído anteriormente de los procesos de titularización, sus conocimientos no son suficientes para poder implementar este proceso exitosamente en sus economías.

Por medio de éste trabajo de grado y basados principalmente en entrevistas realizadas a funcionario de la Superintendencia de Valores, buscamos describir el mercado de valores en Colombia, los procesos de titularización y su desarrollo.

Buscamos enfocar éste análisis al sector público, pues consideramos que si sus funcionarios conocieran esta figura financiera, podrían utilizarla para lograr el desarrollo de los entes territoriales tales como los departamentos y los municipios.

A continuación, el lector podrá encontrar una descripción del mercado de valores que se desarrolla en Colombia. Posteriormente, encontrará la descripción de la titularización estudiada en sí misma y su desarrollo. Una vez se tenga la descripción de estos conceptos, se analizará la titularización como mecanismo alternativo de financiación, encaminado en especial al sector público.

Finalmente, culminamos este trabajo de grado mostrando las causas por las cuales consideramos que no se ha desarrollado más constantemente en Colombia, y propondremos unas posibles soluciones.

1. LA TITULARIZACIÓN: INSTRUMENTO DE FINANCIACIÓN

1.1. UBICACIÓN EN EL TEMA

Los últimos dos siglos vienen a ser un espejo para evidenciar los errores que se han cometido en el pasado. La idea de revivir la historia no nos ofrece soluciones a países en vía de desarrollo como el nuestro. En el plano económico, las políticas de los estados latinoamericanos han sufrido grandes fracasos que los han sumergido en depresiones sociales y en atrasos en su infraestructura.

Algunos países han trabajado arduamente para salir de estas crisis con la fortuna de haber obtenido resultados satisfactorios y encontrarse hoy en día en una situación privilegiada.

Pero la idea no es copiar las medidas adoptadas por esas naciones puesto que no puede decirse que sean los mismos problemas, además porque la cultura y la sociedad son completamente diferentes.

Por ejemplo, establecer si el modelo capitalista americano es mejor para Colombia que el modelo socialista francés de los años ochentas y noventas, no viene al caso, lo que se debe identificar son los problemas concretos y posteriormente proponer soluciones a estos.

El mercado de valores ha sido uno de los mejores instrumentos utilizados por los gobiernos de otros países para promover el desarrollo económico. Así pues, hoy en día los establecimientos de crédito se han convertido en especialistas en el tema de la ingeniería financiera para contrarrestar su gran acogida y evitar que éste mercado crezca y sustraiga al público ahorrador.

La titularización hipotecaria en los Estados Unidos sirvió como solución para salir de la grave crisis en que estaba sumergido el mercado de vivienda a mediados del siglo pasado. De la misma manera, dicho instrumento fue utilizado por países como Inglaterra, Francia entre otros.

Esta clara experiencia de la economía moderna que se difundió en el mundo es uno de aquellos instrumentos a los que nos referimos al principio y del cual se tienen que aprovechar todas sus ventajas.

1.2. LA FINANCIACIÓN DEL GOBIERNO

El gobierno colombiano ha mantenido las mismas fuentes de financiación sin innovar en el tema. Los impuestos son el principal recurso de financiación y le aseguran al Estado su supervivencia. Esta afirmación se predica más concretamente sobre países como los latinoamericanos, que gastan gran parte de sus ingresos en burocracia.

Por otro lado, el gobierno con el fin de conseguir grandes recursos, asume compromisos internacionales con entidades financieras intergubernamentales que lo obligan a desarrollar programas y a realizar reformas políticas de graves consecuencias tanto económicas como sociales. Adicionalmente, debido a sus crisis financieras, los países en vía de desarrollo no obtienen los préstamos a bajos costos y a largo plazo, por lo que es mucho más difícil lograr créditos benéficos para el país.

Los títulos de tesorería TES, son otra fuente de financiación del gobierno colombiano para la obtención de recursos. Estos son títulos de deuda pública del

Gobierno Nacional, “emitidos por la República de Colombia a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público y administrados por el Banco de la República. Los TES fueron introducidos como mecanismo de financiación interna del Gobierno Nacional mediante la Ley 51 de 1990, con el objetivo de ser utilizados para financiar las operaciones presupuestales, reemplazar a su vencimiento los Títulos de Ahorro Nacional –TAN- y los Títulos de Participación”¹.

Es de anotar, que el rendimiento de los títulos lo determina el Gobierno Nacional, de acuerdo con las tasas del mercado para el día de colocación de los mismos.

Hemos incluido los títulos de tesorería TES, ya que su importancia en la financiación del gobierno es considerable, y de cierta forma nos introduce en el tema de los títulos negociables en el mercado de valores; materia que desarrollaremos a lo largo de nuestro trabajo.

Finalmente, y sin desconocer los muchos otros mecanismos de financiación del gobierno, éste se ha esforzado por impulsar otra forma de obtener dinero líquido; se trata del mercado de valores.

1.2.1. El Mercado de Valores.

¹ COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PÚBLICO. Títulos de Tesorería, (en línea). Bogotá. Junio 2001 www.minhacienda.gov.co.

El mercado de valores es un conjunto de transacciones que recaen sobre instrumentos representativos de valores disponibles, que se consideran negociables. Estos pueden ser objeto de comercialización, y su regulación varía dependiendo del tipo de título con el que se esté negociando.

A su vez, el mercado público de valores está conformado por el mercado de valores, la emisión, suscripción, intermediación y negociación de los documentos emitidos en serie o en masa, respecto de los cuales se realiza la oferta pública; otorgándole a sus titulares derechos de crédito, de participación y de tradición o representativos de mercancías.

Actualmente, el mercado de valores en Colombia es bastante pequeño, la razón de esto se debe a la falta de incentivos que atraigan a los inversionistas a depositar sus recursos en este mercado. Tanto el sector público como el sector privado actualmente están uniendo esfuerzos para que el mercado de valores adquiera niveles de liderazgo en América Latina.

Existen dos maneras distintas de medir si un mercado de valores de un país se puede considerar como grande o como pequeño².

Uno de los mecanismos para medir el mercado de valores, es la denominada “capitalización relativa del mercado”. Este mecanismo consiste en dividir el valor

² PINILLA, Roberto; VALERO, Luis y GUZMÁN, Alexander. Operaciones Financieras en el Mercado Bursátil. Universidad Externado de Colombia. 2000. Página 10.

total de las acciones inscritas en bolsa por el Producto Interno Bruto (PIB). Esta operación da una idea de la capacidad del mercado para movilizar capital y diversificar el riesgo de una economía. Bajo estos parámetros, y según estudio realizado por Levine y Demirguc-Kun, analistas de mercados internacionales a finales de la década pasada, Colombia presentó la cuarta capitalización más baja después de Argentina, Indonesia y Nigeria.

Otro mecanismo para medir el tamaño del mercado de valores en un país es a partir del número de compañías inscritas en el mercado de valores. Este estudio también arrojó resultados bajos en comparación a otros países de economía emergente.

Con la unificación de las bolsas de Bogotá, Medellín y Occidente, creando la Bolsa de Valores de Colombia, se fortalecerá el mercado de valores en el país, con el fin de atraer inversionistas tanto nacionales como extranjeros. Esta fusión de las tres Bolsas principales de Colombia, permitirá reducir los costos de transacción y promoverá un grupo de gestores del mercado de capitales organizado.

Según el Superintendente de Valores, "La Bolsa se está fusionando no sólo mecánicamente, sino con la inspiración de hacer que el mercado vuelva a crecer. La fusión de las bolsas tiene el propósito de abrir el mercado de capitales y no es una fusión fría"³.

³ MACIAS, Jorge. Bolsa de Valores de Colombia. EN La República. Bogotá (Agosto 16 de 2001); p. 1A.

El mercado público de valores es una gran alternativa de financiación desconocida para muchos. Consideramos que este mercado ofrece múltiples ventajas a los inversionistas.

Entre las ventajas que ofrece el mercado público de valores en Colombia están las siguientes:

1. Obtener recursos financieros a menor costo:

en este tipo de operaciones las personas adquieren los recursos financieros a costos muy bajos puesto que provienen directamente de los inversionistas, lo que evita los costos financieros de intermediación. en caso de que los haya, son mucho más bajos puesto que provienen de los servicios de los comisionistas de bolsa.

2. Diseñar las fuentes de recursos financieros de acuerdo con las necesidades del usuario:

Esta es una de las principales ventajas de utilizar el mercado público de valores puesto que es el mismo usuario quien define los términos y condiciones para adquirir recursos financieros.

Aspectos importantes al momento de recibir recursos como son los plazos y las tasas de interés entre otras condiciones. Bajo este mecanismo, son determinadas por los usuarios, lo que permite una mayor flexibilidad al momento de decidir sobre lo más conveniente.

3. Capitalizar la compañía:

El mercado público de valores le da la posibilidad de pensar en desarrollar nuevos proyectos o en ampliar la empresa. Los inversionistas están siempre dispuestos a comprar títulos siempre y cuando les represente una futura utilidad. Esto evita que los empresarios acudan al sector financiero y tengan que endeudarse para sacar los proyectos adelante.

4. Optimizar la estructura financiera de las empresas:

Como opinan los autores de la obra Operaciones Financieras en el Mercado Bursátil, "... puede mejorar la composición de endeudamiento, atender y programar más eficientemente sus necesidades financieras".⁴ En efecto, el usuario es el que decide la forma de endeudarse lo que le permite tener una mejor visión de la empresa, al momento de contraer obligaciones y decidir las formas y plazos para extinguirlas.

⁴ CARVAJAL CORDOBA, Mauricio. Aspectos Jurídicos de la Titularización de Activos. Bogotá. Biblioteca Jurídica. 1996. Página 12.

5. Otra de las ventajas:

La posibilidad de adquirir financiamiento de múltiples fuentes, lo que le permite conservar la autonomía y controlar las decisiones de la empresa. Así no se preocupa por las deudas en el sector financiero, sino por poner a funcionar la empresa para cumplirle a los inversionistas.

6. Proyectar la imagen corporativa de la entidad:

El mercado público de valores es un espejo de las empresas, refleja la situación de estas en todos sus aspectos. Cuando se decide participar en este mercado, se debe mostrar información básica sobre la empresa, que será analizada por los futuros inversionistas.

Estas son a grandes rasgos algunas ventajas que el mercado público de valores ofrece a quienes ingresen a él.

A su vez, la Superintendencia de Valores tiene como política principal el promover el mercado público de valores. Por lo anterior, está siempre dispuesta a asesorar, atender consultas y recibir sugerencias a todos aquellos que deseen ingresar a este mercado.

1.2.2. La Titularización: Breve Concepto

La titularización, securitización o titulización es “un proceso en el que diferentes activos como la cartera, los bienes inmuebles, proyectos de construcción, rentas, flujos futuros de fondos son movilizados -constituyéndose un patrimonio autónomo- con cargo a la entidad que emite los títulos”⁵.

Es una alternativa de financiamiento desintermediado y que, como tal, es un mecanismo que permite obtener recursos de financiación sin acudir al incremento del pasivo, es decir, a través de la rotación de los activos de la entidad que actúa como originadora”⁶.

De igual manera a los TES, quien titulariza, determina el rendimiento de los títulos emitidos, basado en los activos que está titularizando, lo que le permite ser selectivo en los portafolios de inversión respaldados por esos activos.

“...la estructuración está a cargo de la misma entidad que está emitiendo los bonos, en cuanto a plazos, modalidad de tasa de interés, sistemas de amortización (...) si quieren salir progresivamente al mercado y no sacar todos los recursos de una sola vez. Todo este diseño estaría a cargo de la entidad

⁵ www.valoramos.com. (En línea) Visitada el 16 de julio de 2001.

⁶ BALLESTEROS, María Isabel. Memorias de Seminarios 1996-1997. Superintendencia de Valores. Pagina 283.

emisora”⁷. Estas son algunas de las ventajas que conciernen a la emisión de bonos, y guardan estrecha similitud, con las de la titularización.

Si miramos el desarrollo de la titularización en el país (capítulo tercero), nos damos cuenta de lo poco que ha sido utilizado este mecanismo, como alternativa de financiación por parte del Estado. Si bien, Colombia ha sido líder en la aplicación de este mecanismo en Suramérica, esto ha ocurrido en mayor proporción en el sector privado. Este sector ha descubierto las ventajas de implantar la titularización como fórmula para obtener liquidez o como alternativa de financiación.

A continuación explicaremos en detalle de que se trata este novedoso instrumento, creación de la ingeniería financiera; haciendo énfasis en la importancia que puede llegar a tener en el desarrollo económico del país.

2. TITULARIZACIÓN

2.1. ANÁLISIS DE LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA

⁷ SANMIGUEL ARIAS, Héctor Armando. Memorias de Seminarios 1996-1997. Superintendencia de Valores. Pagina 273.

2.1.1. Origen de la Titularización

Según Gabriel Díaz Ardila en el libro Titularización 2, la primera titularización inmobiliaria que se conoce en el mundo, se dio durante el Imperio Romano en el siglo V antes de Cristo. Los títulos de aquella época se llamaban Vectigalianas “y consistía básicamente en el reparto individual a los dueños de los títulos de lo que el Imperio Romano recogía como impuestos en las Galias (hoy Francia), con el fin de poder recibir con anticipación los dineros de un bien que prácticamente era imposible de vender”⁸. Sin embargo, la titularización se ha venido desarrollando recientemente en el mundo:

2.1.1.1. La titularización en los Estados Unidos

La titularización nació en los Estados Unidos de América en la década de 1930, como mecanismo para financiar el sector de la construcción de vivienda que se encontraba en crisis por las altas tasas de interés y por la política del gobierno de ponerle un techo a las tasas que podían cobrar los bancos por sus préstamos, garantizando así la protección del ahorro público y la solvencia de las entidades financieras.

Para entender mejor la aparición de la titularización, hay que saber que en los años treinta las corporaciones de ahorro de los Estados Unidos, financiaban la

⁸ DÍAZ ARDILA, Gabriel. Titularización 2. Segunda edición. Bogotá, mayo de 1998. Página 9.

vivienda mediante la recepción de ahorros a corto plazo y el préstamo de éstos a largo plazo. La crisis financiera de esa época puso en duda ese sistema por el retiro anticipado y masivo de los depósitos, al mismo tiempo que se incumplían los créditos hipotecarios.

Como consecuencia, la administración Roosevelt creó tres organismos:

- En 1932, la Federal Home Loan Bank (FEB) que tenía como objetivo crear el mercado secundario.
- En 1934, la Federal Housing Authority (FHA) que propuso un seguro contra los incumplimientos del mercado hipotecario e impuso una estandarización de las garantías y de los préstamos.
- En 1938, la Federal National Mortgage Association (FNMA), llamada también Fannie Mae, que como agencia gubernamental, podía comprar los préstamos hipotecarios y conservarlos, suministrando de esa manera liquidez al mercado.

En 1954 la Fannie Mae fue convertida en un ente mixto, pues se permitió la inversión privada en su interior. En 1968 esta agencia fue dividida en dos organismos, creándose la Government National Mortgage Association (GNMA o

Ginnie Mae) como agencia del gobierno y la Fannie Mae, privatizada en su totalidad.

“El mercado secundario de hipotecas, a través de la venta directa de la mismas, gozaba de particular animadversión entre los inversionistas de ese país, no solo por lo engorroso de su manejo, sino también, por los estruendosos fracasos sufridos por anteriores intentos de desarrollar dicho mercado⁹”.

Los organismos mencionados impulsaron el desarrollo del mercado de valores por medio de la titularización hipotecaria denominando esos títulos Mortgage-Backed Securities (MBS). Luego la naturaleza de los créditos se diversificó en préstamos para automóviles, tarjetas de crédito y todos los créditos de consumo. Estos fueron llamados assets- backed securites (ABS).

Las instituciones de crédito hipotecario, con el respaldo de la GNMA, originaron estas emisiones denominadas “pass through certificates”, que le otorgaban al inversionista un derecho de propiedad proporcional y pro indiviso sobre el bloque de hipotecas que respaldaba la emisión¹⁰.

⁹ ARISTIZABAL TOBON, Gustavo. Introducción a la titularización de activos. Bolsa de Medellín 1992. Página 9.

¹⁰ Ibidem. Página 10.

En 1997, el total de los activos hipotecarios titularizados en los Estados Unidos representaba unos 1.800 millones de dólares. Por otro lado los ABS equivalían a unos 200 millones de dólares, pero con una tasa de crecimiento muy elevada¹¹.

Todos los actores anteriormente descritos, contribuyeron a crear y desarrollar los principios fundamentales del mecanismo de la titularización de activos en los Estados Unidos y en el resto del mundo.

2.1.1.2. La titularización en Inglaterra

Se inicia a mediados la década de 1980 con la titularización de cartera hipotecaria, tomando como estructura la modalidad pay through de los Estados Unidos.

Actualmente se ha visto un gran desarrollo en el mecanismo de titularización, logrando estar a la vanguardia de toda Europa, como consecuencia del ambiente regulatorio y legal que ha tenido desde sus orígenes.

2.1.1.3. La titularización en Francia

La titularización en Francia encuentra su origen en la ley de 1988, con la creación de los fondos comunes, contra los cuales se emiten títulos de propiedad y se

¹¹ GRANIER Thierry y JAFFEUX Corynne. La Titrisation. Aspects Juridique et Financier. Ediciones ECONOMICA 1997. Página 22.

permite la titularización de activos, la normatividad establece la necesidad de calificar los títulos y la de tener una garantía de una entidad crediticia como apoyo para las emisiones.

2.1.1.4. La titularización en Colombia

Un mecanismo similar a la titularización en Colombia surgió con la Ley 50 de 1905, pero nunca tuvo acogida. En esta Ley se estableció la posibilidad de emitir cédulas y títulos representativos de derechos sobre inmuebles.

Luego en 1990 bajo el Decreto 1026 se sostuvo un mecanismo similar a la titularización, bajo esta norma se consagró la posibilidad de que varias entidades conformaran un patrimonio autónomo en una entidad Fiduciaria con el fin de respaldar una emisión de bonos, mediante la entrega de bienes por valor de una vez y media el monto del empréstito y de sus intereses.

Para el diseño de la titularización en Colombia, se tomaron experiencias de varios países como Estados Unidos y México. Es importante tener en cuenta que en algunos países de Europa, la figura de la titularización es relativamente reciente, por ejemplo en Inglaterra, Francia y España se creó en la década de los ochenta¹².

¹² www.securitization.net. (En Línea) Archivo en adobe acrobat reader. Visitada el 10 de julio de 2001.

1991 fue el año en que se realizó el primer intento para desarrollar un proceso de titularización en Colombia, como se entiende hoy en día. La Resolución 007 de 1991 de la Comisión Nacional de Valores hoy Superintendencia de Valores habló por primera vez de los fondos comunes para que contra ellos se emitieran títulos de participación¹³.

En el país los primeros intentos de desarrollar procesos de titularización, se dieron en 1992 bajo la ayuda de la firma OIKOS, que sin basarse en una norma específica, realizó los primeros ensayos, sirviendo como estructurador de dichos procesos. “Con anterioridad a estos modelos, se habían llevado a cabo ensayos de ventas inmobiliarias, tales como tiempos compartidos, ventas de suites hoteleras y sistemas similares a la titularización, que nunca se convirtieron en sistemas que pudieran ser transados en la Bolsa de Valores”¹⁴.

Fue la Ley 35 de 1993 la que habló por primera vez de documentos emitidos mediante procesos de titularización, dándole al Gobierno la posibilidad de intervenir en el mercado de valores por medio de estos títulos.

“La Resolución 1394 de 1993 (hoy incluida en la Resolución 400 de 1995) tuvo más alcance, amplitud y profundidad, habiendo dado impulso a los primeros desarrollos prácticos de la nueva técnica. Esta resolución es permisiva en el

¹³ ARISTIZABAL TOBON, Gustavo. Introducción a la titularización de activos. Bolsa de Medellín 1992. Página 8.

¹⁴ DIAZ ARDILA, Gabriel. Titularización 2. Segunda edición. Bogotá, mayo de 1998. Página 16.

sentido del amplio espectro de activos permitidos por el ente regulador para originar procesos de “titularización”, incluidos los bienes inmuebles”¹⁵.

Así la Superintendencia de Valores emitió la Resolución 400 de 1995 en la que desarrolló el tema de la titularización, creando los requisitos y características de este tipo de procesos de emisión de títulos. La resolución 100 de 1995 expedida por la Superintendencia Bancaria (Básica Contable y Financiera) desarrolló la forma como debía realizarse la valoración de títulos de participación que hubiesen sido emitidos en procesos de titularización inmobiliaria.

A su turno el Decreto 1495 de 1996 estableció condiciones para el manejo, tanto de los Patrimonios Técnicos como de las provisiones de los establecimientos de crédito originadores de procesos de titularización¹⁶.

Con el trascurso de los años la Superintendencia de Valores ha venido emitiendo nuevas resoluciones y circulares que se han ido incorporando a la resolución 400 en el tema de la titularización de activos.

Esta es la evolución de la titularización en Colombia, y las resoluciones que ha emitido la Superintendencia de Valores en este sentido, se han incorporado a la

¹⁵ ARISTIZÁBAL TOBÓN, Gustavo. Comentarios. Titularización 3. Oscar Borrero Ochoa. Editorial Guadalupe Ltda. Bogotá 1998.

¹⁶SANMIGUEL ARIAS, Héctor Armando. Superintendente Delegado para emisiones. Octubre de 2.000.

Resolución 400 de 1995, lo que hace mucho más fácil de entender y manejar el tema.

2.1.2. Aspectos Generales

Descripción general del proceso de titularización.

La titularización es un proceso mediante el cual una persona que se denomina originador, transfiere una serie de bienes, tradicionalmente ilíquidos, o por lo menos de lenta rotación, a otra persona que se denomina agente de manejo; quien por medio de un vehículo jurídico, generalmente un patrimonio autónomo, aísla esos bienes con el objeto de maximizar la utilización de recursos. Esta movilización implica la transformación de activos en títulos negociables en el mercado público de valores, los cuales tienen como respaldo el activo o el flujo generado por el mismo.

Los procesos de titularización se concretan a través de varios vehículos jurídicos. Es decir, los tipos contractuales que unen a las partes intervinientes en el proceso de titularización. Entre ellos está el contrato de fiducia mercantil; los fondos comunes que destinan ciertas sumas de dinero para adquisición de bienes y activos, y los fondos de valores administrados por sociedades comisionistas de bolsa.

En este proceso, un sujeto transfiere ciertos bienes o activos que se convierten en la base de la titularización, a otro sujeto que se encarga de recaudar los recursos provenientes de la emisión. Esta última es la parte que se relaciona con los inversionistas, el cual debe estar autorizado por el gobierno para actuar como tal. Una tercera parte en el proceso se une cumpliendo con las funciones de custodia y administración de los activos base de titularización. Por último interviene una cuarta parte que actúa como suscriptor profesional que coloca los títulos en el mercado.

Los títulos que se sacan al mercado pasan por una sociedad calificadora de riesgos la cual está autorizada por la Superintendencia de Valores, y su función es certificar objetivamente el nivel de riesgo de la operación.

2.1.2.1. Esquemas de titularización

La titularización constituye uno de los mecanismos más utilizados por empresas financieras y no financieras en el ámbito internacional para favorecer su propio crecimiento. Mediante su implementación, las carteras de activos poco líquidas son transformadas en flujos de caja y recursos que favorecen la operatividad de la empresa. Es decir, las nuevas oportunidades de crecimiento de las compañías se ven favorecidas gracias a la recuperación rápida de sus créditos.

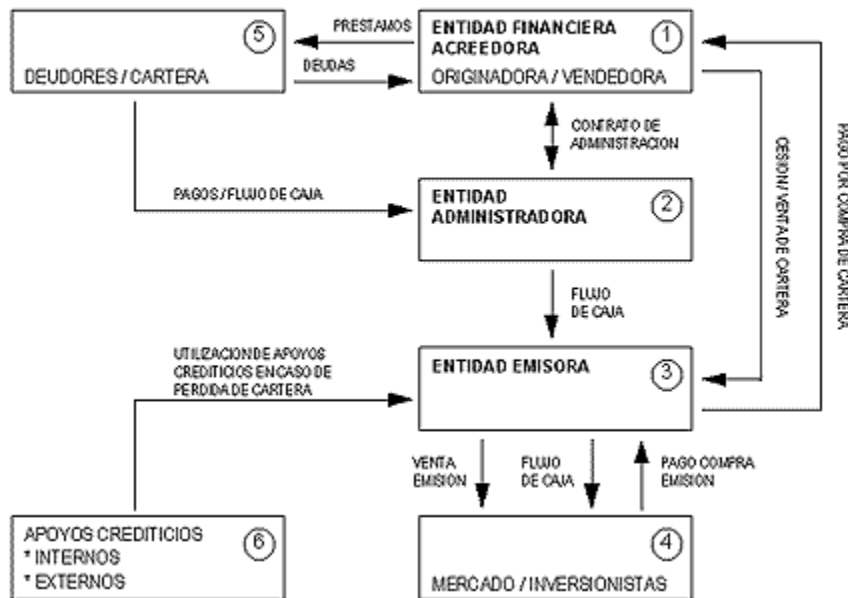
Estamos hablando de la emisión de títulos valores por parte de las empresas cuyo respaldo son las carteras de activos líquidos que han sido titularizadas. Así, el mercado de valores sale favorecido debido a la mayor oferta de papeles, permitiéndole a los inversionistas escoger en un mercado mucho más amplio donde los nuevos títulos ofrecen toda clase de variables financieras. Es particularmente importante para el desarrollo de los fondos de inversión y pensiones, entidades éstas demandantes institucionales por excelencia, que ven limitado el rendimiento de su cartera y el aprovechamiento de las ventajas que ofrece la diversificación de su portafolio, a la ausencia de títulos en el mercado, sobre todo en países como Colombia donde el mercado es todavía muy reducido. El problema de este tipo de fondos es que se obligan a invertir en estos instrumentos cambiarios pero limitan las opciones de inversión, por ejemplo, a títulos calificados hasta doble A (AA), desechando otros títulos que si bien no cuentan con una excelente calificación por parte de las sociedades calificadoras, se encuentran dentro del rango de títulos seguros. Es más, en los Estados Unidos, país titularizador por excelencia, se encuentran en el mercado bursátil los llamados títulos basura, de bajo rendimiento y calificación, pero con un mercado de gran movimiento.

Existen así, dos formas principales para estructurar un proceso de titularización:

La primera, que en los Estados Unidos se denomina "*pass-through*" y que fue creada por la Ginnie Mae en 1970. En este caso, el originador vende los activos a una empresa titularizadora o a una fiduciaria que emite los títulos de deuda con

respaldo en los mismos. Se trata entonces de una cesión de activos en las cuentas del originador. El adquirente o inversionista compra títulos de deuda que son independientes de los activos y reciben un reembolso en capital mensual aleatorio corriéndose el riesgo de la baja en las tasas de interés.

Gráfico N° 1. Estructura de flujo de caja sin respaldo de agencia gubernamental.



La segunda llamada "pay-through", en que los activos son vendidos a una entidad que emite cuotas o derechos de participación sobre los mismos activos. La entidad emisora pignora los activos en un fideicomiso en beneficio de los futuros inversionistas. Luego emite los títulos respectivos y los vende a los inversionistas a quienes deberá pagar los intereses prometidos periódicamente. Si llegare a

existir incumplimiento, la fiduciaria deberá liquidar la proporción incumplida para pagarle a los inversionistas.¹⁷

La gran diferencia entre uno y otro sistema radica en que en el primero los activos a titularizar salen del todo de los balances de la entidad, puesto que se venden por completo al ente emisor, mientras que en el segundo, la estructura de valor de mercado de los activos son pignorados a favor de inversionistas, sin salir de la contabilidad del originador.¹⁸

Vemos a través de los gráficos unas técnicas de financiación que las empresas o las instituciones del sector financiero adelantan para la recuperación de sus activos, generándose de esta manera un flujo de caja, que les permite emprender nuevas inversiones.

¹⁷ ARISTIZABAL TOBÓN, Gustavo. Gráficas obtenidas de: Introducción a la titularización de activos. Bolsa de Medellín 1992. Páginas 16 y 17.

¹⁸ Ibidem. Página 17.

2.1.2.2. Bienes y activos susceptibles de titularización.

En Colombia hay una gran gama de activos susceptibles de titularización.

Doctrinariamente se clasifican de la siguiente manera:

2.1.2.2.1. Créditos

Se refiere a la titularización de cartera de cualquier tipo. En Colombia son usuales la titularización de cartera hipotecaria y la de cartera comercial del sector real.

2.1.2.2.2. Inmobiliaria

La titularización inmobiliaria presenta dos alternativas para su funcionamiento. Se encuentra la posibilidad de conformar el patrimonio autónomo con inmuebles ya construidos. La otra opción es la titularización de proyectos inmobiliarios los cuales aún no se han construido.

2.1.2.2.3. De valores

En esta categoría está plasmada la posibilidad de titularizar títulos valores inscritos en la Superintendencia de Valores. Se efectúa a través de la conformación de fondos de valores administrados por sociedades comisionistas de bolsa y la

estructuración de patrimonios autónomos con acciones y demás títulos valores inscritos.

2.1.2.2.4. De obras de infraestructura y Servicios Públicos

Se titularizan obras públicas específicas o fondos de obras de infraestructura que requieren altos recursos monetarios para su financiación. En la práctica este tipo de activo o bien tiene un desarrollo potencial bastante grande.

2.1.2.2.5. De contratos de leasing

La operación de arrendamiento financiero, puede titularizarse buscando repartir los altísimos costos de financiación requeridos para realizar esta figura.

2.1.2.2.6. Otros bienes o activos

Las normas rectoras de los procesos de titularización en Colombia, no limitan los bienes base de este proceso. Dejan la posibilidad de titularizar cualquier activo siempre y cuando, sea aprobado por la Superintendencia de Valores.

Recientemente se llevó acabo la titularización ganadera en Colombia, la cual tuvo mucho éxito. Se trata de convertir en títulos unas cabezas de ganado, y por medio

de la recepción de los recursos, se garantiza el crecimiento de éstas. La rentabilidad o pago de los títulos es obtenida por la venta futura de ese ganado a un precio mucho mayor.

2.1.3. Ventajas del Proceso de Titularización

Los procesos de titularización tienen como razón de ser la falta de liquidez de las personas tanto naturales como jurídicas.

Este proceso favorece principalmente al originador o titularizador, quien adecua la estructura financiera que más le favorezca a sus necesidades, disminuyendo su nivel de endeudamiento o disminuyendo su nivel de activos fijos o improductivos con el fin de poder invertir en otras áreas.

Los procesos de titularización en Colombia ayudan a ampliar la variedad de opciones que tiene un inversionista en el mercado público de valores. Igualmente, permite la entrada de nuevos participantes en el mercado público de valores como originadores de los procesos.

Estos procesos le pueden generar a las compañías “una nueva dimensión en las opciones de fuentes de recursos no intermediados para las compañías”¹⁹. Estos

¹⁹ SANMIGUEL ARIAS, Héctor Armando, Ex-Superintendente Delegado para Emisores. La Titularización en Colombia un Nuevo Mundo de Oportunidades Financieras. Publicación de la Superintendencia de Valores. Bogotá 1998. Página 268.

mecanismos buscan que las compañías obtengan liquidez a bajo costo, debido a que los recursos financieros provienen directamente del público, quien es el inversionista. El bajo costo del proceso de titularización lo representa el 1.88% del valor de la emisión, según la Superintendencia de Valores.

Para Colombia, es una perfecta alternativa para financiar los proyectos de infraestructura y de servicios públicos, e igualmente es una manera de atraer inversión extranjera al país.

2.1.4. La Desintermediación

Las empresas disponen de tres fuentes de capital, los fondos generados internamente, los préstamos de instituciones financieras y el financiamiento captado en los mercados de capital. La combinación de estas tres formas de financiamiento permite el crecimiento, mantenimiento o recuperación de las empresas o personas que necesitan de algún modo, capital fresco.

De esos mecanismos, el más común es el préstamo otorgado por las compañías financieras. Ese tipo de recursos es muy costoso por la intermediación financiera, es decir, la proporción de los intereses que se cobran que van destinados a cubrir los gastos operativos de la entidad y a darle rentabilidad a las operaciones pasivas de crédito.

La titularización permite obviar esos costos adicionales, ya que no se celebran préstamos financieros, sino que se adquiere capital directamente de inversionistas interesados en los títulos emitidos, siendo más benéfico realizar este tipo de operaciones cuando se piensa en adquirir recursos.

2.1.5. Mecanismos de Cobertura

Tal como lo enseña el libro: “Titularización en Colombia, una ventana hacia la modernización financiera” publicado por la Superintendencia de Valores, en los procesos de titularización se deben incorporar mecanismos de seguridad o apoyo que cubran al menos una y media vez el índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo de caja; lo cual se refiere al impacto que tienen sobre los resultados del proceso en cuestión, el comportamiento de determinadas variables.

Es por esto que “se deben considerar en la estructuración de un proceso de titularización, las proyecciones de los resultados económicos del proceso bajo ciertos escenarios en los cuales se presentaría el mayor riesgo de pérdida o de desajuste con respecto a las condiciones externas y/o internas que afectan drásticamente las estimaciones iniciales.”²⁰

Los mecanismos de cobertura pueden ser internos o externos y se puede aplicar alternativamente o de manera combinada.

²⁰ SUPERINTENDENCIA DE VALORES, La Titularización en Colombia, Una ventana hacia la modernización financiera, 1997 Página 30.

2.1.5.1. Mecanismos internos de cobertura:

2.1.5.1.1. Subordinación de la emisión

Este tipo de mecanismo implica que la emisión de títulos contemple una serie de ellos denominada subordinada que en caso de siniestros o faltante de activos, se imputara hasta agotarlos, mientras que la serie no subordinada se destinaran en primer termino, los flujos requeridos para la atención de capital e intereses incorporados en dichos títulos.

El monto de la serie subordinada debe ser el suficiente para cubrir mínimo una y media vez el índice de siniestralidad.

2.1.5.1.2. Sobrecolateralización de cartera

Este mecanismo consiste en que el monto de los activos objeto de titularización exceda el valor de los títulos emitidos en forma tal que cubra como mínimo una y media vez el índice de siniestralidad.

2.1.5.1.3. Exceso de flujo de caja

Este mecanismo de cobertura es posible siempre y cuando exista un excedente entre el rendimiento generado por la cartera y la tasa de interés pagada por el inversionista, con dicho exceso se constituye un fondo que cubre el índice de siniestralidad en el mínimo establecido.

2.1.5.1.4. Sustitución de cartera

Mediante este mecanismo el originador del proceso de titularización se compromete a reemplazar los créditos que presenten variación en la categoría en la cual fueron inicialmente clasificados, siempre y cuando incremente el riesgo de su normal recaudo.

2.1.5.1.5. Contratos de apertura de crédito

Por medio de este mecanismo, el patrimonio autónomo, vehículo de la titularización dispone por cuenta del originador, de líneas de crédito para atender necesidades de liquidez, las cuales deben ser atendidas por establecimiento de crédito a solicitud del agente de manejo.

2.1.5.1.6. Aval del originador

Por medio de este mecanismo el originador podrá avalar las emisiones de valores como producto de este proceso, cuando se acredite capacidad patrimonial para ello

2.1.5.2. Mecanismos externos de cobertura:

Son aquellos que provienen de un agente externo al proceso de titularización, entre ellos están:

2.1.5.2.1. Avaless o garantías:

Conferidos por instituciones financieras y aseguradoras.

2.1.5.2.2. Seguro de crédito:

Conferido por un asegurador

2.1.5.2.3. Deposito de dinero:

Consiste en depositar una suma de dinero que garantice la obligación. El depositario solo está obligado a hacer la restitución en cuanto al exceso del depósito sobre lo que el deudor deba pagar en razón del crédito garantizado.

2.1.5.2.4. Contrato de fiducia en garantía:

El patrimonio autónomo a cuyo cargo se emiten los títulos tiene la calidad de beneficiario.

2.1.6. Vías jurídicas para llevar a cabo procesos de titularización

Para llevar a cabo los procesos de titularización es necesario suscribir un contrato por medio del cual se vinculen jurídicamente el originador, el agente de manejo y los suscriptores de los títulos.

La Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores consagra tres vías para desarrollar los procesos de titularización:

2.1.6.1. Contrato De Fiducia

2.1.6.1.1. Contrato de fiducia mercantil irrevocable.

La fiducia mercantil es un contrato por medio del cual una persona llamada fideicomitente traslada determinados bienes, muebles o inmuebles, a otra persona llamada fiduciario, con el fin que este segundo los administre buscando un beneficio a un tercero llamado beneficiario, quien puede ser el mismo fideicomitente.

Este contrato se utiliza como vehículo jurídico para llevar acabo los procesos de titularización en el caso en el cual el titularizador, quien es el fideicomitente, transfiere ciertos activos al agente de manejo que es la sociedad fiduciaria, con el fin de que este segundo los administre y cree un patrimonio autónomo. Este patrimonio autónomo creara a su vez unos títulos representativos de los bienes que ofrecerá a los inversionistas. La fiduciaria se encarga del recaudo del flujo de caja y de la explotación mercantil del bien, ejerciendo así las funciones de agente administrador.

Consagra la Resolución 400 de 1995 la posibilidad de utilizar como vía jurídica con o sin el mecanismo de fondos comunes especiales:

2.1.6.1.2. Fiducia mercantil irrevocable con fondos comunes especiales.

Los fondos comunes especiales se desarrollan por medio del contrato de fiducia mercantil y por medio de encargos fiduciarios. Los recursos de este tipo de fondos no tienen limitación legal en cuanto a su destinación, la cual debe estar expresamente consagrado en el reglamento del respectivo fondo.

De acuerdo con el Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, las sociedades fiduciarias se encuentran en capacidad de constituir varios fondos comunes especiales con la única limitación de la capacidad administrativa, determinada por la Superintendencia Bancaria.

Los inversionistas que deseen pertenecer a estos fondos se registrarán por el reglamento de él. Su participación se acredita por medio de “certificados o títulos de participación”. Estos certificados incorporan un número de unidades de referencia con un respectivo valor, que multiplicados determinan el valor del certificado.

Cuando se constituye el fondo común especial, el originador puede vender los activos al fondo o darlos al fondo común especial. Por lo tanto, el agente de manejo celebra con cada suscriptor un contrato de fiducia de inversión pero los recursos se manejan de manera colectiva.

2.1.6.1.3. Fiducia mercantil irrevocable sin fondos comunes especiales.

Cuando no se utiliza un fondo común especial al implementar los procesos de titularización por medio de la fiducia mercantil irrevocable, el agente de manejo traspaasa al agente de manejo los activos que sirven de base al proceso mediante un contrato de fiducia mercantil, el cual reviste alguna de las siguientes modalidades:

Fiducia en garantía, cuando se trata de títulos de contenido crediticio con la calidad de bonos. En este caso, la sociedad fiduciaria es el deudor y los beneficiarios son los acreedores que suscriben los títulos.

Fiducia de administración, cuando el bien titularizado es el flujo de caja, presente o futuro.

Fiducia de administración inmobiliaria de proyectos de construcción.

Fiducia mercantil irrevocable con entidades del Estado

Por otro lado, la Resolución 400 de 1995 consagra un régimen especial para los contratos de fiducia mercantil irrevocable con entidades del Estado. En caso en que se efectúe el proceso de titularización con una entidad al régimen de la Ley 80 de 1993 – Estatuto General de Contratación de la Administración Pública -, deberá seguir estas directrices en lo relacionado con las operaciones de crédito público.

En virtud de esta ley²¹, las sociedades fiduciarias podrán celebrar con entidades públicas dos tipos de negocios fiduciarios:

2.1.6.1.4. Contratos de fiducia pública.

En este tipo de contratos el fiduciante o fideicomitente es una entidad del Estado, entendida como tal según el Artículo 2 de la Ley 80 de 1993.

2.1.6.1.5. Contratos de encargo fiduciario público.

Este tipo de encargo fiduciario sólo puede tener como objeto la administración de recursos de las entidades que celebren estos contratos.

Por supuesto, la sociedad fiduciaria escogida para llevar a cabo estos procesos de titularización con entidades del Estado deben pasar por un proceso licitatorio, tal como lo determina la ley.

2.1.6.2. Fondos de valores

²¹ Ley 80 de 1993. Congreso de la República.

La segunda vía jurídica prevista en la Resolución 400 de 1995 es la constitución de fondos de valores, administrados por sociedades comisionistas de bolsa.

Son definidos como el conjunto de activos administrados por una Sociedad Comisionista de Bolsa, en la cual cada suscriptor es propietario de partes alícuotas. Los bienes del fondo no hacen parte de la prenda general de la sociedad comisionista.

Con el Decreto 653 de 1993 se consagró la facultad para las sociedades comisionistas de bolsa la constitución de estos fondos. Posteriormente, la Comisión Nacional de Valores consagró parámetros para desarrollar este vehículo jurídico, teniendo como finalidad vincular a los pequeños y medianos inversionistas al mercado de valores.

Los aportes de los suscriptores se determinan en documentos que representan para los suscriptores derechos en el fondo.

Estos fondos pueden ser abiertos o cerrados. En los primeros, los suscriptores pueden redimir su participación en cualquier momento; así sea en períodos inferiores a un año. En los segundos, los suscriptores solo pueden redimir sus títulos en períodos prefijados en el reglamento del fondo, superiores a un año.

2.1.6.3. Fondos comunes ordinarios

Es el tercer vehículo consagrado por la ley para desarrollar los procesos de titularización en Colombia. Estos fondos comunes ordinarios son el conjunto de activos administrados por una sociedad fiduciaria que provienen de un conjunto de inversionistas. Estos fondos deben tener un reglamento que lo aprueba la Superintendencia Bancaria. Los recursos de estos fondos provienen del aporte de los inversionistas más sus intereses.

2.1.7. Sujetos Intrínsecos

2.1.7.1. Agente originador

El agente originador es una persona natural o jurídica, nacional o extranjera, privada o pública tenedora del bien susceptible de titularizar. El originador cumple con una doble función:

- Transferir al agente de manejo mediante diversos vehículos jurídicos, los activos que sirven de base al proceso, una vez realizados los cálculos de factibilidad jurídica, económica y comercial.

- Recibir los recursos captados de la emisión y colocación de los títulos objeto del proceso de titularización.

Este sujeto es esencial, si el vehículo jurídico utilizado en el proceso es el contrato de fiducia mercantil. En el caso de fondos comunes especiales o fondos de valor, el agente originador no es necesario en el proceso de titularización. Los originadores más frecuentes son:

- Los establecimientos de crédito, los cuales titularizan carteras de crédito, títulos de crédito y carteras derivadas del contrato de leasing.²²
- Personas jurídicas públicas o privadas dedicadas a la construcción mediante la titularización de inmuebles y proyectos inmobiliarios.
- Las entidades públicas dedicadas a la prestación de un servicio público, utilizando el sistema de titularización de flujos de caja actuales y futuros que resulten de la prestación de un servicio, o la explotación de una obra de infraestructura que se planea construir.

2.1.7.2. Agente de manejo

²² CARVAJAL CORDOBA, Mauricio. Aspectos jurídicos de la Titularización de Activos. Biblioteca Jurídica 1996. Página 55.

Es la entidad que se encarga de dirigir y controlar el proceso de titularización. Sus principales funciones son:

- Actuar frente a la Superintendencia de Valores con el fin de solicitar la autorización para el desarrollo del proceso y la posterior oferta pública de los títulos.
- Elaborar y presentar el prospecto de emisión.
- Presentar ante el Registro Nacional de Valores la solicitud de inscripción de los títulos.

Por regla general, el agente de manejo es una sociedad fiduciaria o una sociedad comisionista de bolsa. Pero la ley dispone que otras entidades financieras pueden actuar como agente de manejo, siempre y cuando estén autorizadas para celebrar contrato de fiducia mercantil.

2.1.7.3. Agente administrador

Es el agente encargado de cumplir con las tareas administrativas en el proceso de titularización. Sus funciones varían dependiendo de la modalidad de proceso que se pretenda implementar en cada caso. En general, el agente administrador tiene las siguientes funciones básicas:

- Recaudar el flujo de caja generado por el pago de los créditos titularizados.
- La explotación mercantil de los activos que conforman el patrimonio autónomo.

Estas funciones buscan garantizar que el patrimonio autónomo constituido alcance su finalidad, e igualmente garantizar el cumplimiento de los derechos incorporados en los títulos movilizados. En ciertos casos, es necesario precisar, el agente originador puede tener la calidad de agente administrador.

2.1.7.4. Agente colocador

Es el encargado en los procesos de titularización de colocar los títulos creados. Por su objeto social está facultada para actuar como suscriptor profesional o “*underwriter*”²³ de una emisión. Su participación en los procesos no es esencial, debido a que esta tarea puede encargarse al agente de manejo quien emitirá los títulos e igualmente los colocará. También puede cumplir esta función de colocador, un intermediario por medio de un contrato de comisión que celebre con el agente de manejo.

²³ Expresión inglesa que ilustra un contrato celebrado entre dos partes, el emisor y el suscriptor por medio del cual, el segundo se compromete a realizar una colocación.

2.1.8. Sujetos Extrínsecos

2.1.8.1. Sociedad calificadora de valores

“La calificación es una opinión de una entidad independiente especializada en estudios de riesgo, sobre la calidad crediticia de una emisión de títulos. De esta manera las sociedades calificadores de valores promueven la eficiencia y estabilidad en el mercado de valores”²⁴. Lo que evalúa la calificadora es la capacidad que tiene la entidad que emite los títulos de responder por los compromisos financieros adquiridos con la emisión.

Las calificadoras de valores son parte importante del mercado de valores puesto que el desarrollo de este depende de la calificación que le den a los instrumentos que se negocian en su interior.

Las calificaciones se dieron por primera vez en los Estados Unidos de América a finales del siglo XIX. Se organizó en un sistema de información crediticia para consulta tanto de inversionistas como de instituciones financieras. Las primeras calificaciones se hicieron sobre la financiación del sistema ferroviario norteamericano a través de bonos, estudiando la calidad de estos títulos valores.

²⁴ COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. La Calificación de Valores en Colombia. www.supervalores.gov.co. Oficina de estudios económicos 1998. Página 3.

“La consagración legal de las sociedades calificadoras de valores, se inició en Colombia el 5 de diciembre de 1991 con la expedición de la Resolución 10 por parte de la Sala General de la Comisión Nacional de Valores –hoy Superintendencia de Valores- de acuerdo con lo previsto en la Ley 45 de 1990. En tal resolución se establecieron los requisitos de inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI) de las agencias evaluadoras de riesgo, los valores objeto de calificación, los documentos que debían presentarse para dicho trámite, los procedimientos y las categorías de calificación. Posteriormente la Resolución Única 400 de 1995 recogió la normatividad vigente adicionándola o modificándola con las resoluciones 529 de 1996; 364, 1280 y 1414 de 1997; y 1061, 1062 y 1062 de 1998”²⁵.

En Colombia la primera sociedad calificadora fue Duff & Phelps de Colombia quien emitió su primera calificación en octubre de 1994²⁶.

2.1.8.1.1. Aspectos que se tienen en cuenta al momento de emitir una calificación

La calificación del riesgo crediticio de los títulos emitidos se realiza sobre los factores que pueden determinar la afectación de dichos títulos en el tiempo teniendo en cuenta variables tales como el entorno macroeconómico (del país y del sector económico), la competitividad de la empresa y sus proyectos futuros, la

²⁵ Ibidem. Página 6.

²⁶ Superintendencia de Valores. Sociedad Calificadora de Valores. Manual. Marzo de 1997.

calidad de la administración, en la cual se tiene en cuenta la historia de la empresa y si cuenta con innovaciones tecnológicas y el control interno que le pueda brindar una correcta auditoría; las cuales pueden influir en la capacidad de pago oportuno de la obligación. Al mismo tiempo, al interior de las calificadoras existen analistas financieros especializados que se encargan de evaluar aspectos tales como la contabilidad de la empresa, proyecciones de mercado, estados financieros, entre otros; los cuales muestran la solidez de la compañía.

La calificación otorgada es una opinión que no otorga certeza acerca del cumplimiento de la obligación, lo que señala es la calidad crediticia de la deuda, es decir, si se van o no a cumplir las condiciones de tasas de interés o rendimientos prometidos con la emisión

2.1.8.1.2. Ventajas que ofrece la calificación de riesgos

Como se dijo anteriormente, la calificación contribuye al desarrollo del mercado público de valores por lo siguiente:

- Los inversionistas pueden crear diferentes portafolios de inversión de acuerdo con el riesgo de las emisiones.

- Las empresas al recibir una buena calificación, están proyectando ante los inversionistas su buena situación financiera, lo que mejora la imagen de estas frente a sus competidores, demostrando solidez y confianza.
- Se crea la cultura de la inversión y el riesgo, lo que posibilita que los inversionistas comparen entre diferentes emisores, y al momento de tomar las decisiones, tengan en cuenta las calificaciones otorgadas por estas sociedades especializadas.
- Le da transparencia al mercado público de valores, puesto que la información que se maneja es confiable gracias a la especialidad de las calificadoras.

2.1.8.1.3. Clase de títulos que se califican

La Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores en su artículo 2.3.1.2 reza que estarán sujetos a por lo menos una calificación los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y que vayan a ser ofrecidos públicamente, siempre y cuando sean:

“Que se trate de bonos ordinarios y de papeles comerciales, siempre que no sean emitidos o avalados por un establecimiento de crédito, y

Que sean emitidos por entidades públicas cuando La Junta Directiva del Banco de la República así lo requiera.

Que sean valores emitidos como resultado de procesos de titularización, salvo que se trate de títulos avalados o garantizados por establecimientos de crédito o por entidades aseguradoras sujetas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria, de títulos de participación en fondos comunes especiales, fondos de valores y de títulos emitidos respecto de patrimonios constituidos con acciones o títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación o por el Banco de la República.

Los demás valores que sean objeto de oferta pública en el mercado podrán ser objeto de calificación en los términos del presente artículo, bien sea de oficio por la sociedad calificadora, a solicitud de cualquier interesado, o del propio emisor²⁷.

Las calificaciones pueden variar de acuerdo con los cambios del mercado o de la situación de la empresa o del país, lo que podría afectar el riesgo de los títulos. Además esa calificación deberá revisarse o renovarse por lo menos una vez al año siempre y cuando los títulos se encuentren en circulación.

Los siguientes cuadros muestran los criterios de evaluación de las dos únicas sociedades calificadoras del país tanto para emisiones de títulos a largo plazo, a corto plazo, y titularizaciones inmobiliarias.

²⁷ Resolución 400 de 1995 Artículo 2.3.1.2. Superintendencia de Valores.

El primer cuadro muestra claramente que las emisiones se clasifican entre el grado de inversión y el grado especulativo. La mayor calificación para un título emitido es triple A (AAA) que significa la más alta calificación crediticia donde no existen factores de riesgo. La calificación más baja es doble D (DD) que significa que se pueden presentar incumplimientos en los pagos u obligaciones en las emisiones. La calificación doble E (EE) es un rechazo a calificar el título por falta de información que permita realizar un análisis.

TABLA N°1
SOCIEDADES CALIFICADORAS EN COLOMBIA
CRITERIOS DE CALIFICACION DE LAS EMISIONES DE TITULOS A LARGO PLAZO.

GRADO	NIVEL	ESCALAS	DUFF AND PHELPS DE COLOMBIA S. A.	BANKWATCH RATINGS DE COLOMBIA S. A.
D E I N V E R S I O N	A L T O	AAA	La mayor calidad crediticia Factores de riesgo inexistentes	Alta capacidad de cumplir oportunamente las obligaciones de deuda
		AA+	Alta calidad crediticia. Fuertes factores de protección.	Alta capacidad de cumplir oportunamente las obligaciones de deuda, con un riesgo incremental limitado frente a las emisiones de mayor calificación.
		AA	Bajo riesgo que puede variar mínimamente de acuerdo a las condiciones económicas	
	B U E N O	A+	Buena calidad crediticia. Adecuados factores de protección.	Alta capacidad de cumplir las obligaciones de deuda, con mayor vulnerabilidad a acontecimientos adversos (tanto internos como externos).
		A	Riesgos mayores y más variables cuando baja la actividad económica.	
SATISFACTORIO	BBB+	Factores de protección al riesgo inferiores al promedio, pero suficientes para una inversión prudente. Sensibilidad considerable en el riesgo frente a ciclos económicos que haría variar su calificación.	Capacidad aceptable de repagar capital e intereses. Más vulnerables frente a acontecimientos adversos que las emisiones con calificaciones más altas	
E S P E C U L A T I V O	NO CLASIFIC A PARA INVERSI O N	BB+	Emisiones con probabilidad de cumplir sus obligaciones al vencimiento. Fluctuantes factores de protección de acuerdo a condiciones de la industria y a habilidad de la administración, que afectarían calidad de la emisión.	Considerables factores de incertidumbre que podrían afectar la capacidad de cumplir adecuadamente con el servicio de la deuda
		BB-	Riesgo de que no puedan cumplir sus obligaciones. Fluctuación de factores de protección financiera de acuerdo a los ciclos económicos, condiciones de la industria y a habilidad de la administración para sortearlos. Su calificación puede variar con frecuencia.	Nivel más alto de incertidumbre en la probabilidad de cumplimiento que las emisiones de mayor calificación. Cualquier acontecimiento adverso afectaría negativamente el pago oportuno del capital e intereses.
		B		
	INCUMPLI MIENTO	CCC	Emisiones con alto riesgo en su pago oportuno. Escasos factores de protección. Riesgo sustancial en situaciones adversas para la industria y para la compañía.	Tiene una clara probabilidad de incumplimiento, con poca capacidad para afrontar cambios en la situación financiera*
		DD	Con incumplimiento en algún pago u obligación	Incumplimiento
SIN INFORMA CION	EE	Sin suficiente información para calificar	Sin suficiente información para calificar	

* Adiciona calificación CC que se aplica a emisiones subordinadas de otras calificadas con CCC y que por tanto contarían con menos protección.

Para el corto plazo las calificaciones que emiten estas sociedades son diferentes pero significan prácticamente lo mismo. Estos determinan la emisión determinándola entre Alto, Bueno, Satisfactorio, No Alcanza a Calificar para Inversión e Incumplimiento. De forma clara se explica lo que significa cada una y le da a entender al inversionista el terreno al que se está metiendo al adquirir los títulos.

TABLA N° 2
SOCIEDADES CALIFICADORAS EN COLOMBIA
CRITERIOS DE CALIFICACION DE LAS EMISIONES DE TITULOS A CORTO PLAZO.

GRADO	NIVEL	ESCALAS POSIBLES	DUFF & PHELPS DE COLOMBIA S.A	BANK WATCH RATINGS DE COLOMBIAS.A
D E I N V E R S I O N	A L T O	DP1	La mayor certeza de pago oportuno. Factores de liquidez y protección muy buenos	
		BRC 1 +		La más alta categoría en grado de inversión. Alta probabilidad de repago oportuno, tanto del capital como intereses.
		BRC 1		Alta probabilidad de reembolso oportuno de capital e intereses, con un riesgo incremental muy limitado, en comparación con las emisiones de más alta calificación
	B U E N O	DP2	Buena certeza en el pago oportuno. Sin embargo, las necesidades continuas de fondos pueden incrementar los requerimientos totales de financiamiento. Factores de riesgo pequeños.	
		BRC 2 +		Aunque existe nivel de certeza alto con relación al repago oportuno de capital e intereses, el nivel no es tan alto como para las emisiones calificadas en
		BRC 2		Buena probabilidad de repagar capital e intereses. Las emisiones pueden ser más vulnerables a acontecimientos adversos (tanto internos como externos) que las emisiones con calificación más alta.
S A T I S F A C T O	DP3	Se espera que se de el pago oportuno. Se califica la emisión como aceptable por la liquidez satisfactoria y otros factores de protección. Mayores factores de riesgo estando sujetos a variaciones.		
	BRC 3		La categoría más baja en este grado. Aunque la obligación es más susceptible a desarrollos adversos (tanto internos como externos), que las de mayor calificación, se considera satisfactoria su capacidad de pago oportuno del servicio de la deuda	
E S P E C U L A T I V O	NO ALCANZA A CALIFICAR PARA INVERSIÓN	DP4	Características de inversión especulativas. Liquidez no suficiente para garantizar servicio de la deuda. Factores de operación sujetos a un alto grado de variación.	
		BRC 4		Se considera como un grado no adecuado para inversión.
	INCUMPLIMIENTO	DP5	Las emisiones se encuentran en incumplimiento de algún pago u obligación.	
		BRC 5		Las emisiones se encuentran en incumplimiento de algún pago.
	SIN INFORMACIÓN	DP6	Sin suficiente información para calificar.	
		BRC 6		Sin suficiente información para calificar

Por último está la calificación que se le otorga a los títulos de participación inmobiliaria que se producen por concepto de procesos de titularización inmobiliaria por medio de la cual se emiten títulos que representan uno o varios bienes raíces y que se califican teniendo en cuenta los mecanismos y la seguridad de estos para generar rendimiento a estos títulos.

TABLA N° 3
SOCIEDADES CALIFICADORAS EN COLOMBIA
CRITERIOS DE CALIFICACION PARA TÍTULOS DE PARTICIPACIÓN INMOBILIARIA

GRADOS	NIVEL	ESCALAS POSIBLES	DUFF & PHELPS DE COLOMBIA S.A. y BANK WATCH RATINGS DE COLOMBIA S.A.	
D E I N V E R S I O N	ALTO	i-AAA	Estos títulos ofrecen la más alta calidad, reflejo de posibilidades de rendimiento dado por las perspectivas de valorización de los activos subyacentes, por los flujos de caja provenientes de cánones de arrendamiento y por las condiciones de la emisión.	
		i-AA+ i-AA i-AA-	Ofrecen una alta calidad, sinembargo ésta puede ser ligeramente afectada por condiciones económicas cambiantes.	
	BUENO	i-A+ i-A i-A-	Ofrecen una muy buena calidad, sinembargo es más variable en períodos de inestabilidad económica.	
		SATISFAC- TORIO	i-BBB+ i-BBB i-BBB-	Estos títulos ofrecen una calidad promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos, lo que puede provocar fluctuaciones frecuentes en su clasificación.
	E S P E C U L A T I V O	NO ALCANZA A CALIFICAR PARA INVERSIÓN	i-BB+ i-BB i-BB-	Ofrecen una calidad inferior al promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos, lo que puede provocar fluctuaciones frecuentes en su clasificación.
			i-B+ i-B i-B-	Ofrecen una calidad muy inferior al promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos. Las emisiones calificadas en esta categoría también pueden variar con frecuencia.
i-CCC			Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una calidad incierta	
SIN INFORMA- CIÓN		i-EE	Sin suficiente información para calificar	

Los anteriores cuadros muestran un lenguaje claro que es utilizado por los inversionistas y por los empresarios. A través de él se dan a conocer las empresas y es un reflejo claro de lo que éstas quieren proyectar en el mercado público de valores.

Estos cuadros fueron obtenidos del folleto emitido por la Superintendencia de Valores, Oficina de Estudios Económicos en diciembre de 1998 llamado La Calificación del riesgo un Instrumento para el desarrollo del mercado de valores.

2.1.8.2. Los Inversionistas

Estos sujetos son quienes adquieren bajo su portafolio de inversión los títulos sustento de los procesos de titularización.

Posteriormente veremos a lo largo de este trabajo, que el gran problema para el desarrollo de la titularización en Colombia es la falta de información sobre la existencia de estos títulos y su rentabilidad, para los inversionistas.

2.1.8.3. Banca de Inversión

La Banca de Inversión es un sujeto fundamental en todo este proceso de titularización. Se trata de entidades que se ocupan de ofrecer soluciones

financieras y de gran importancia para el desarrollo de fuentes modernas de financiación

La Banca de inversión permite satisfacer las necesidades financieras del mercado mediante alternativas innovadoras, utilizando operaciones de inversión y mercados de capital que permiten ofrecer soluciones financieras no tradicionales a quien los necesite.

Las Bancas de inversión están compuestas por un calificado grupo de profesionales dispuestos a brindar soluciones que satisfagan las necesidades de las empresas. Su principal objetivo es actuar como diseñador, coordinador e implementador de mecanismos y productos financieros que permitan proveer de una fuente de financiamiento alternativo a compañías e instituciones demandantes de recursos²⁸. De ahí la importancia de mencionarlo como un sujeto indispensable en todo el proceso de titularización.

2.1.8.4. Superintendencia de Valores

La Superintendencia de Valores es un órgano del Estado adscrito al Ministerio de Hacienda y Crédito Público. Es considerado como un sujeto extrínseco de los procesos de titularización debido a que es el órgano del gobierno que inspecciona,

²⁸ www.bancredito.com. (En Línea) Visitada el 3 de septiembre de 2001.

vigila y controla todo lo concerniente con el Mercado Público de Valores; y entre este concepto se encuentran los procesos de titularización.

Es la Superintendencia de Valores quién por mandato legal autoriza previamente la realización de la oferta pública de títulos valores u otros instrumentos.²⁹ Este órgano permite la titularización de bienes distintos a los contemplados en la ley³⁰ siempre y cuando, se ajuste a ésta el proceso sobre determinados bienes o activos.

2.1.8.5. Depósito Centralizado de Valores

“Es una entidad especializada que recibe títulos valores, para administrarlos por medio de un sistema computarizado de alta seguridad. Su objeto es eliminar el riesgo que para los tenedores representa el manejo de títulos físicos, agilizando las transacciones en el mercado secundario y facilitando el cobro de rendimientos de capital e intereses”³¹.

Tiene una labor como administrador de títulos valores. El depósito centralizado de valores custodia los títulos recibidos, y su información la recopila en una base de datos sistematizada, desmaterializando los títulos, permitiendo un manejo rápido y seguro de éstos.

²⁹ Circular Externa 17 de 1994. Superintendencia de Valores de Colombia.

³⁰ Superintendencia de Valores de Colombia. Resolución 400 de 1995.

³¹ Superintendencia de Valores de Colombia. Depósito Centralizado de Valores. Manual. Marzo de 1997. Página 32.

Ventajas:

- “Seguridad: Por la eliminación del riesgo derivado del manejo físico de los títulos valores.
- Confiabilidad: Sólo puede ingresar al sistema quien posea una clave de acceso de alta seguridad.
- Agilidad: Facilitar en el registro de cualquier cambio que afecte a los títulos”³².

2.1.9. El Mercado Público de Valores

“Es el conjunto de operaciones realizadas por inversionistas con el fin de negociar títulos valores permitiendo, entre otras cosas, canalizar eficientemente el ahorro del público al sector productivo”³³.

Como cualquier tipo de mercado; es el lugar donde se encuentran quienes ofrecen comprar o vender alguna cosa, en este caso, títulos valores.

La Superintendencia de Valores es la entidad que se encarga de organizar, regular y promover todo lo relacionado con el mercado público de valores, es

³² Ibidem. Página 37.

³³ Superintendencia de Valores de Colombia. El mercado público de valores. Página 8. 1ª edición agosto de 1996.

decir, le compete supervisar que todos los agentes intervinientes en el proceso de negociación de títulos valores cumplan con la normatividad que sobre el tema existe, con el fin de proteger los intereses de los inversionistas.

2.1.9.1. Diferentes clases de emisiones

El mercado público de valores es, como antes lo dijimos, el lugar en el cual se compran y venden títulos valores. Estos títulos son el resultado de diferentes necesidades que tienen las empresas que buscan capitalizarse, endeudarse o adquirir liquidez de los activos.

2.1.9.1.1. Capitalizar la empresa:

Capitalizar una sociedad significa aumentar el patrimonio de esta por medio de la colocación y venta de acciones que pueden ser de las siguientes clases:

- Acciones ordinarias: por medio de este tipo de acciones la empresa se financia sin incurrir en costos financieros. Crece el número de acciones de la sociedad y por lo tanto, por lo general, crece el número de accionistas, si los existentes no las adquieren a su debido tiempo. Estas acciones ordinarias representan una parte del patrimonio de la sociedad y le otorgan la posibilidad a su dueño de asistir a las Asambleas Generales de Accionistas y votar las decisiones más importantes de la empresa.

- Acciones con dividendo mínimo preferencial y sin derecho a voto: a diferencia de las anteriores, estas acciones le permiten a su propietario recibir un dividendo, fijado desde un principio por la sociedad. Lo interesante de este tipo de acciones, es que los accionistas que las posean, no tienen voto al momento de la toma de decisiones, lo que permite al empresario conservar más independencia en el manejo de la empresa.
- Acciones privilegiadas: estas acciones buscan atraer inversionistas puesto que ofrecen beneficios económicos a quienes las adquieran, además de otorgar los mismos derechos de las acciones ordinarias.

2.1.9.1.2. Endeudar la empresa:

Las empresas como las personas, necesitan endeudarse para cumplir con metas que se proyectan hacia el futuro. Para esto las sociedades, en vez de recurrir al sector financiero, recurren a la emisión de títulos valores que en el mercado de valores se llaman bonos ordinarios y papeles comerciales.

- Bonos ordinarios: Mediante la emisión de esta clase de títulos, las empresas buscan en el mercado público de valores, que los inversionistas se vuelvan prestamistas de esa sociedad, obligándose ésta a cumplir con el objeto para el cual se endeudó y devolviendo a los inversionistas, por medio de las utilidades recibidas, el valor del préstamo más un rendimiento pagadero en el plazo y a la tasa preestablecida por ella misma. Los bonos

ordinarios permiten a la sociedad obtener recursos por períodos superiores a un año, esto es, a largo plazo.

- Papeles comerciales: es la denominación que se le da a los bonos ordinarios cuando se trata de endeudamientos a corto plazo, es decir entre 15 y 270 días.
- Bonos Convertibles en Acciones (B.O.C.A.S.): Es una alternativa que consiste en emitir bonos de endeudamiento que se pagarán, otorgándole a su dueño el derecho de convertirse en accionista de la empresa. “La amortización de capital se realiza otorgando acciones del Emisor a sus Tenedores”³⁴.

2.1.9.1.3. Darle liquidez a los activos:

Mediante el proceso de titularización se puede recibir liquidez convirtiendo los activos de la compañía, en títulos negociables en el mercado público de valores, mediante el procedimiento ya descrito.

Cuadro elaborado por la Superintendencia de Valores.

³⁴ Ibidem. Página 15.

¿Quiénes pueden emitir?³⁵

▶ TÍTULO

EMISOR	Acciones	Bonos	BOCAS	Papeles Comerciales	Originar Titularizaciones
Sociedades Anónimas	SI	SI	SI	SI	SI
Sociedad Limitada	NO	SI	NO	NO	SI
Cooperativa	NO	SI	NO	NO	SI
Entidad sin Animo de Lucro	NO	SI	NO	NO	SI
Persona Natural	NO	NO	NO	NO	SI

³⁵ Ibidem. Página 17.

Como podemos apreciar en este cuadro, los procesos de titularización de activos son una alternativa que puede ser realizada por todas las personas, tanto jurídicas como naturales, y esa es la importancia que se le debe dar a estos procesos.

En síntesis, el mercado público de valores le permite al público en general, la posibilidad de ingresar cómodamente para utilizar todas las oportunidades, que bajo la supervisión de la Superintendencia de Valores, le ofrece. El mercado público de valores colombiano es un mercado organizado y moderno, que aunque poco utilizado, el nivel de sus transacciones se encuentra por encima de países que están al mismo nivel nuestro. Además debemos tener en cuenta la alianza presentada por las tres bolsas de valores más grandes del país que aseguran para este mercado un mayor dinamismo y una mayor cobertura.

2.1.9.2. Clases de Títulos Emitidos

Los valores que se emiten como consecuencia de los procesos de titularización adoptan algunas de las siguientes modalidades:

2.1.9.2.1. Títulos de contenido crediticio

Los títulos valores de contenido crediticio son aquellos cuyo objeto sobre el cual recae la prestación que puede exigirse como efecto de ese título es dinero, es decir, moneda legal.³⁶ Cuando contienen la expresión “instrumentos negociables”, se entenderán que son de contenido crediticio, tal como lo consagra el Código de Comercio. Esto significa que la ley asimila estos títulos con su característica de negociables.

Se clasifican como títulos de contenido crediticio aquellos cuyo objeto sea una suma de dinero; tales como cheques, pagarés, bonos, y por supuesto los títulos que se emiten como resultado de los procesos de titularización.

Tal como lo dice la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, y le corresponde al agente de manejo adoptar medidas para obtener el recaudo de flujos requeridos para la atención de obligaciones contenidas en los títulos.³⁷

2.1.9.2.2. Títulos de participación

Los títulos corporativos o de participación son aquellos que le dan a su titular una calidad especial en su condición de miembro de una corporación. Un ejemplo de esto es una acción de una sociedad.

³⁶ Hildebrando, Leal. Títulos valores. Ediciones Leyer. 1999.

³⁷ Ibidem.

Estos títulos generan derechos de índole económico y de índole político. El beneficio económico se traduce en la participación en el capital de una sociedad, y el político se traduce en el derecho a votar y a ser elegido en cargos de dirección de la sociedad.

2.1.9.2.3. Mixtos

Son aquellos que generan un derecho de participación y adicionalmente generar una rentabilidad.

De esta forma hicimos un análisis de la titularización, identificando su origen, sus elementos y los sujetos que hacen parte de esta figura. En seguida estudiaremos el desarrollo de la titularización en nuestro país, haciendo énfasis en los sectores más importantes, y analizando estadísticas suministradas por la Superintendencia de Valores.

3. DESARROLLO EN COLOMBIA³⁸

Colombia atraviesa una crisis en todos los sectores de la economía y las tasas de desempleo, según estadísticas del DANE, han incrementado considerablemente. Esto ha ocasionado que tanto los sectores público como privado carezcan de fondos económicos para invertir en ellos mismos. Por estas razones hemos considerado que la titularización de activos es un mecanismo que podría aliviar la falta de liquidez de los Colombianos.

A lo largo de la última década la titularización como mecanismo alternativo para la consecución de liquidez, se ha venido utilizando en diferentes sectores de la economía, pero desafortunadamente no en las proporciones deseadas.

La Superintendencia de Valores ha venido realizando un estudio detallado a través de estadísticas de todos los procesos de titularización que se han desarrollado en la historia de Colombia; los resultados son desalentadores, teniendo en cuenta lo beneficioso que es titularizar activos.

³⁸ Superintendencia de Valores de Colombia. Datos obtenidos de informe presentado a Mayo 31 de 2001. "Titularizaciones: Autorización de inscripción y oferta pública en mercado primario".

3.1. ANÁLISIS ESTRUCTURADO

Con este capítulo buscamos presentar un grupo de estadísticas y un análisis detallado de las cifras que han rodeado el tema de las titularizaciones en el país, principalmente en el sector público que se ha financiado a través de este mecanismo. Buscamos identificar el desarrollo en este campo para posteriormente determinar si realmente se está utilizando la titularización como mecanismo para propender a la liquidez.

3.1.1. Antes de la Resolución 400 de 1995

Los procesos de titularización se han venido desarrollando en nuestro país de manera estable, teniendo en cuenta que justo desde la época de la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, la economía se sumergió en una grave crisis tanto financiera como económica.

A partir de la Ley 35 de 1993 y de la Resolución 1394 del mismo año, se concibió legalmente en Colombia la palabra titularización y desde ahí se empezaron a desarrollar proyectos que intentaban descubrir los beneficios de este sistema, sin tener en ese momento una regulación que lo dirigiera. Sin embargo, desde 1993 la Superintendencia de Valores comenzó a autorizar estos mecanismos financieros,

tanto así que cuatro titularizaciones se aprobaron. Dos de ellas emitidas por fondos comunes especiales (Mobil y Fidutequendama) y las otras dos en las cuales se emitieron documentos de crédito como Pagarés por Friomix S.A- Indega y Certificados de Inversión del Banco Provincial S.A. emitidos por la Siderurgica de Orinoco S.A. Entre esos cuatro procesos se obtuvieron más de 79.349 millones de pesos, suma nada despreciable para ese año. Es necesario tener en cuenta, que estos títulos circulaban en el mercado de valores sin ninguna calificación pues apenas en ese año se estaba creando Duff and Phelps- sociedad calificadora de valores en Colombia.

El resultado de las cuatro titularizaciones demuestran que estas empresas solo estaban esperando a que alguna norma le diera luz al tema de la titularización para adentrarse en ese proceso. Este proceso conocido por muchos puesto que en los Estados Unidos y Europa, desde hace varios años, se venían realizando este tipo de operaciones.

Pero si 1993 fue un buen comienzo, 1994 fue un año mucho mejor al aceptarse ocho titularizaciones en diversas áreas económicas. Una de ellas fue el fondo especial Edificar. Tres de ellas fueron titularizaciones de cartera hipotecaria por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda Colmena y Granahorrar y por el Banco Davivienda. Una titularización de cartera de crédito por la Corporación Financiera F.E.S. S.A. Una titularización Inmobiliaria realizada por el Banco Davivienda y una titularización de proyecto futuro de construcción por Interducto Ltda.

Como vemos, las entidades del sector financiero comenzaron a conocer el proceso y a ensayarlo en sus diferentes formas como por ejemplo la titularización inmobiliaria, la de cartera y la hipotecaria, así por su parte el sector privado conocía las ventajas de financiar sus proyectos futuros por este medio.

A 158.529 millones de pesos ascendieron las titularizaciones en ese año, lo cual no quiere decir que todos los títulos se hayan adquirido y que todos los procesos hayan concluido óptimamente. Lo que se quiere demostrar es la iniciativa del sector financiero y de algunas empresas del sector real en utilizar un mecanismo que no tenía gran regulación y del cual no se conocían los inversionistas institucionales que pudieran adquirir dichos títulos, pero si generaba efectos positivos y arrojaba resultados sorprendentes. Valiosa conclusión en un país que entraba con fuerza en una grave crisis económica en todos los sectores.

Como lo dijimos anteriormente, el hecho que la regulación del proceso no estuviese desarrollada aun, no fue impedimento para que el sector privado se lanzara en busca de nuevas alternativas de liquidez.

3.1.2. Después de la Resolución 400 de 1995

A raíz de los intentos tanto del sector privado como el público para desarrollar mecanismos alternos que ofrecieran liquidez, la Superintendencia de Valores emitió la Resolución 400 de 1995 en la que desarrolló los procesos de

titularización, creando los requisitos y características de este tipo de procesos de emisión de títulos. Dicha resolución fue un gran espaldarazo para los originadores pues se les dio el instrumento legal para adelantar sus procesos, aunque en ese año se hubiesen aprobado igual número de titularizaciones que en el anterior, dada la expectativa que estaba generando la publicación de esa norma. Sin embargo el monto de estas ascendió a la suma de 250.024 millones de pesos, casi cien millones más que en 1994.

Debemos aclarar que los valores de estas titularizaciones no representa su resultado final. Simplemente se quiere demostrar la magnitud económica de los procesos, independientemente de si los títulos fueron finalmente colocados y adquiridos o no.

De los años 1995 y 1996 podemos resaltar el gran número de titularizaciones de cartera hipotecaria y de bienes inmuebles. Un total de quince (15) titularizaciones se aprobaron en esos dos años, evidenciando que las primeras fueron originadas por las corporaciones de ahorro y vivienda del sector privado, con excepción de Granahorrar. Por el lado de las titularizaciones inmobiliarias encontramos originadores de todos los sectores como bancos comerciales (Banco Intercontinental, Banco Selfín, Banco Unión), corporaciones financieras (Financiera Bermúdez y Valenzuela S.A., Confinanciera S.A.) y empresas del sector real como (Cáceres y Ferro, Pedro Gómez y Cia, Coltejer S.A. y la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia). Esto nos muestra la variada gama de empresas e instituciones decididas a buscar liquidez en momentos

donde todos tenían sus patrimonios conformados por inventarios de inmuebles y muy poco dinero en efectivo. De esta forma buscaba cambiar esos bienes inmuebles o esas carteras hipotecarias, de difícil recaudo en esos momentos, por liquidez que provendría de inversionistas institucionales como los fondos de pensiones y cesantías que vieron en esos títulos, una excelente forma de mantener el rendimiento de los dineros que administran.

Los años 1997, 1998, 1999 y 2000 fueron años que muestran una situación diferente a la que se hubiera podido pensar con ese buen comienzo que se presentó en años anteriores. Aunque no fueron años paralizados en el tema, nos damos cuenta que la crisis económica perjudicó a todos los sectores, que, debido a sus problemas, frenaron cualquier tipo de operación financiera esperando el repunte de la economía. Alrededor de unas 50 operaciones fueron aprobadas durante estos años; con un promedio de 12.5 operaciones por año y una suma que ascendió a 1 billón 791.270 mil pesos representados en títulos de todas las clases; unos 480 mil millones de pesos año.

En el 2001 la situación ha sido diferente. Solo tres titularizaciones han sido aprobadas y en un sector que ha venido teniéndole confianza a estos procesos, como es el sector ganadero del cual hablaremos más adelante.

Entre 1993 y el 2001, se han aprobado 81 proyectos de titularización por la Superintendencia de Valores, para un total de 2 billones 627 mil millones de pesos en títulos emitidos. Aunque comparándose con países europeos o los Estados

Unidos, la nuestra es una cifra irrisoria, muestra que los procesos de titularización no son tan escasos como muchos piensan, y que alcanzan a mover una buena cantidad de dinero, dándole liquidez al mercado nacional.

3.1.3. Principales Activos Titularizados en Colombia

3.1.3.1. Titularización Inmobiliaria

“El gran objetivo de la titularización inmobiliaria consiste en poder convertir en financiero o en flujo de caja un objeto que de hecho, por ser inmueble, no es líquido. (...) permite recuperar el dinero que se tiene invertido en un inmueble, sin perder la posibilidad de usarlo, es decir, continuando con el derecho de su uso exclusivo y ejerciendo por lo tanto la propiedad, sin ser propietario.”³⁹ Es un excelente mecanismo para obtener liquidez a cuenta de los bienes inmuebles que solo servía para engrosar los patrimonios de la personas, y que por lo general no produce beneficios económicos adicionales.

De acuerdo con las estadísticas de la Superintendencia de Valores, en Colombia se han autorizado 34 titularizaciones inmobiliarias entre los años 1994 y 2001 por valor de 670 mil millones de pesos. La titularización de estos bienes ha sido la más utilizada en nuestro país gracias a que no depende de un sector, sino que es

³⁹ Díaz Ardila, Gabriel. ¿La titularización inmobiliaria: Qué es, cómo se hace y para qué sirve?. Segunda edición. Bogotá mayo de 1998.

un mecanismo que puede ser adelantado por cualquier interesado que tenga y quiera convertir su inmueble en títulos que le pueden permitir la obtención de liquidez.

La titularización inmobiliaria autorizada más grande la realizó Cadenalco S.A. por un valor de 59 mil millones de pesos. Debemos tener en cuenta que es una cifra muy grande si pensamos en que lo que se está titularizando son unos bienes inmuebles. Esto nos puede ayudar a comprender la elevada participación en los patrimonios de algunas empresas de sus bienes inmuebles, lo que crea la posibilidad de que estas empresas en épocas improductivas puedan llegar a tributar sobre renta presuntiva, por lo cual se hace tan necesario que esos bienes permitan la generación de utilidades, cuando su finalidad no es esa. Podemos ver la gran importancia que tiene entonces la titularización inmobiliaria dada la posibilidad de permitirle al originador recibir liquidez a cuenta de bienes, en principio, improductivos.

3.1.3.2. Titularización de Cartera Hipotecaria

A través de la titularización de cartera hipotecaria, las entidades del sector financiero especializadas en el otorgamiento de créditos de vivienda o construcción, convierten esos créditos en títulos para garantizar la recuperación inmediata de éstos y trasladarle los rendimientos, por intereses, de esos créditos a los inversionistas institucionales. Es un mecanismo sencillo que lleva a que estas

instituciones se conviertan en simples administradoras de cartera y aprobadoras de créditos. Cualquier préstamo otorgado se recupera casi inmediatamente, más ahora con el nacimiento en el país de la sociedad titularizadora conformada por las instituciones financieras de crédito privadas.⁴⁰

Se autorizaron 12 titularizaciones hipotecarias entre los años 1994 y 1999 por valor de 953 mil millones de pesos. Vemos que es una cifra muy elevada pero engañosa puesto que a la Corporación de Ahorro y Vivienda Granahorrar se le aprobó una titularización por valor de 403 mil millones de pesos la cual fue cancelada en el registro nacional de valores sin que se hubiera colocado ni un solo título. A parte de ese y otro proyecto de Granahorrar en las que se autorizaron titularizaciones y que no se colocaron los títulos, el resto de las que fueron autorizadas por la Súper, se colocaron en un 100% los títulos, lo que demuestra un interés de los inversionistas en esta clase de títulos.

Cinco de las doce titularizaciones autorizadas fueron realizadas por el Banco Davivienda que es una de las instituciones que más ha aprovechado este mecanismo.

3.1.3.3. Titularización de Cartera de Crédito

⁴⁰ URIBE LÓPEZ, Rodrigo. Jefe de la División Jurídica de Conavi. Entrevista realizada el día 07 de junio de 2001.

Este mecanismo tiene la misma función y el mismo procedimiento de la titularización de cartera hipotecaria. La diferencia es que este tipo de procesos pueden ser proyectados por cualquiera persona que tenga dentro de sus activos unas cuentas por cobrar de considerable valor para realizar un mecanismo de esta clase.

Tres de las seis titularizaciones de cartera de crédito aprobadas fueron realizadas por instituciones financieras, las otras tres fueron originadas por compañías del sector real. El valor de las seis ascendió a 160 mil millones siendo una cifra mentirosa también, puesto que Corfinsura S.A. proyectó una titularización por 80 mil millones, la cual nunca se colocó.

3.1.3.4. Titularización de Flujos Futuros

Esta clase de titularización sirve como mecanismo de financiación teniendo en cuenta unos resultados económicos que se espera obtener.

Entre 1996 y el 2000 fueron aprobadas siete titularizaciones de flujos futuros para un total de 413 mil millones de pesos. Este ha sido un mecanismo utilizado por las entidades territoriales del orden descentralizado, las cuales anticipan el recaudo de tributos como la sobre-tasa a la gasolina, cambiándola por títulos que se pagan por ese concepto. De esa forma se anticipa el dinero que se espera obtener cuando esos flujos futuros se pueden demostrar.

Este sistema debe ser promocionado por parte de las agremiaciones de productores de frutos o plantas, los cuales están obligados a esperar las cosechas para obtener los resultados de todo su esfuerzo. Con la titularización de flujos futuros, el originador anticiparía esos ingresos con el fin de estabilizar sus ingresos y así realizar las inversiones que les permitan mejorar su capacidad productora, sin tener que acudir al sector financiero.

Por otro lado, el gobierno puede incentivar su utilización a través de los modelos de concesión por medio del cual se aseguran los rendimientos futuros, titularizándolos y anticipándolos. Los inversionistas van a recibir por ese concepto el producto de la puesta en funcionamiento del proyecto.

Este tipo de titularización debería ser más estudiado por el gobierno para la construcción de carreteras, donde es predecible el número de vehículos que se transporta y que paga por ese servicio.

3.1.3.5. Titularización Ganadera

La titularización ganadera es el proceso por medio del cual se emiten títulos que están representados en ganado. Por ejemplo se toman unas cabezas de ganado de ceba jóvenes, las cuales son titularizadas, es decir, que los inversionistas desde las ciudades están financiando el levante de ese ganado para que al

momento de su venta, se pague a esos inversionistas con el resultado de la venta. De esa forma se incentiva el sector ganadero llevando al campo dinero de inversionistas interesados en un negocio, que de acuerdo a los resultados obtenidos, parece ser bueno.

“Para el gerente de Cebiar, Fabio Velásquez Botero, para los ganaderos la titularización ha sido una opción novedosa e interesante para hacerse a recursos frescos para sus explotaciones y de ahí que el balance sea bueno; la rentabilidad fue excelente, no hubo siniestros”⁴¹.

Entre el 2000 y el 2001 se han realizado ocho titularizaciones ganaderas, lo que nos permite concluir que ha sido un negocio de buen desempeño. 23 mil millones de pesos se han llevado a estas titularizaciones lo que significa la intención de los inversionistas en obtener beneficios de estas titularizaciones.

“Con la certificación para Colombia con dos nuevas regiones libres de aftosa, la titularización queda en mejores condiciones posibles porque a partir de septiembre (del 2001) el patrimonio autónomo de los títulos Ganar 2000 A, va a disponer de 4.000 novillos mensuales a la venta, siendo de los pocos que puede responder a una demanda externa inmediata y con la mejor calidad del ganado cebado”⁴².

⁴¹ Diario La República. Palma y ganado de levante entrarán a la titularización. Viernes 8 de junio de 2001. Página 8A.

⁴² Ibidem.

Las diferencias que existen entre este proceso de titularización ganadera y el resto de las titularizaciones la define la bolsa nacional agropecuaria de la siguiente manera:

“En primer término, el proceso se llevó a cabo con Originadores múltiples, dado que participaron 17 ganaderos y dos empresas ganaderas. Esto supone que, a diferencia de lo que se venía haciendo hasta ahora, se obtuvieron recursos para una actividad y no para una empresa particular, cubriendo las necesidades de financiamiento de diferentes productores.

En segundo lugar, el proceso de titularización cuenta con una firma operadora, CEBAR LTDA, cuya labor consiste en seleccionar los ganaderos, las fincas y los ganados, además de supervisar el proceso de engorde y al final del período comercializar los animales.

Adicionalmente, se titularizan activos agropecuarios y documentos de crédito, toda vez que los semovientes son el subyacente básico que sustenta el proceso y que es la fuente final de repago de las obligaciones con los inversionistas, junto con documentos de crédito (los derechos de pasturas), aprovechando la tradición de titularizar cartera hipotecaria y otros compromisos crediticios.⁴³”

⁴³ BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA. <http://www.bna-sa.com.co/titula/titularizacion.html>. Visitada en Junio de 2001.

3.1.3.6. Sector Público

La titularización ha sido una figura muy poco utilizada por las entidades del sector público tal como lo demuestran los resultados de la Superintendencia de Valores. Solo cinco titularizaciones aparecen en el papel originadas por órganos del Estado, durante los años que se ha desarrollado la titularización en nuestro país.

La titularización de la sobre-tasa a la gasolina se implementó en el Área Metropolitana de Centro occidente (Pereira, La Virginia, Dosquebradas), en el municipio de Ibagué y en el Distrito Cultural y Turístico de Santa Marta. Entre las tres se emitieron más de 20.000 millones de pesos en títulos con contenido crediticio. Por medio de esta figura se anticipa lo que se va a recaudar como sobre-tasa a la gasolina por parte de los entes territoriales, titularizando ese recaudo futuro que se obtiene por dicho gravamen.

Otro ejemplo de titularización realizado por el sector público fue el que se llevo a cabo entre el municipio de Bucaramanga y el Instituto de Desarrollo Urbano I.D.U. de la Capital del país también implementaron este tipo de operación con los flujos futuros. Estos implementaron la titularización para la construcción de obras públicas que posteriormente generan resultados operacionales como por ejemplo utilidades por el pago de peajes. La titularización del I.D.U. representó más de 200.000 millones de pesos en títulos, lo que demuestra la viabilidad del sistema

para financiar grandes proyectos que posteriormente pueda representar flujos futuros.

En la ciudad de Bogotá D.C. se trató de titularizar la construcción de cuatro parqueaderos públicos sobre la carrera 15 entre calles 72 y 100, los que en su etapa operativa generarían un gran flujo de caja que serviría a compensar ampliamente la inversión de los inversionistas. Desafortunadamente este proyecto nunca sacó sus títulos al mercado, según la doctora Carolina Rojas⁴⁴ (Asesora del Superintendente de Valores), la razón fue una deficiente planeación en el tema de mercadeo de los títulos y por la gran desorganización del proyecto.

Tal como se planteó en el primer capítulo, la titularización es un instrumento efectivo si se desarrolla adecuadamente y si se elaboran las investigaciones necesarias para determinar la viabilidad del proyecto. El estado posee una gran cantidad de activos que en este momento no le generan ningún rendimiento como son sus inmuebles, sus carreteras, sus cuentas por cobrar por conceptos tributarios, entre otros. Al convertir estos activos ilíquidos en recursos para invertir en el país a través de la titularización, el ciclo económico comenzará a rotar generando empleo.

Las carreteras que pertenecen al Estado (que no se encuentran bajo la modalidad de la concesión) pueden titularizar los rendimientos obtenidos por los peajes para

⁴⁴ ROJAS, Carolina. Asesora del Superintendente de Valores. Entrevistada el día 28 de junio de 2001.

efectuar la reparación de estas o para mejorarlas. Ante un buen recaudo de un peaje de una carretera concurrida, los riesgos son mínimos y los inversionistas verían claramente la recuperación de su inversión con sus respectivos beneficios. Igualmente el Estado es el mayor propietario de bienes inmuebles en el país lo que le genera unos altos costos de mantenimiento y que no están siendo aprovechados apropiadamente por medio del instrumento de la titularización.

En fin, un sinnúmero de bienes que podrían ser titularizados están engordando los patrimonios de las entidades estatales y por ende el del Estado, ocasionándole tan solo gastos adicionales de mantenimiento.

3.1.4. Resultados Globales

3.1.4.1. En números

De acuerdo a las estadísticas presentadas por la Superintendencia de Valores acerca de las titularizaciones autorizadas, inscritas y ofrecidas en el mercado primario de valores a 31 de mayo de 2001, estos son los resultados globales obtenidos:

TIPO DE TITULARIZACIÓN	AUTORIZADAS	MONTO TOTAL DE EMISIONES EN MILLONES DE PESOS	% TOTAL DE COLOCACIÓN
Fondos Especiales	6	232.258	15%
Cartera Hipotecaria	12	953.079	56%
Cartera de Crédito	5	160.582	29%
Flujos Futuros	7	413.148	72%
De Inmuebles	34	670.522	71%
Proyectos de Construcción	2	31.400	23%
Documentos de Crédito	7	142.517	54%
Otros	8	24.058	83%
GRAN TOTAL	81	2.627.564	56.92%

Como podemos ver, estas son unas cifras que describen claramente cuales han sido los resultados obtenidos durante estos años con los procesos de titularización, desafortunadamente arrojando resultados económicos no muy atractivos.

De acuerdo al concepto del Doctor Vitelio Vega, Asesor de la División de Ofertas Públicas de la Superintendencia de Valores, los porcentajes de colocación publicados por la supervalores no muestran la realidad de los procesos, puesto que la colocación se permite hacer en largos períodos de tiempo y de manera sucesiva, por lo que lo que muestran las cifras solo refleja lo que hasta el momento se ha realmente colocado. En su opinión, el porcentaje de colocación de este tipo de títulos está alrededor del 75%⁴⁵.

El doctor Héctor Armando Sanmiguel, consultor en el tema de titularizaciones y ex-funcionario de la Superintendencia de Valores, opina que “un resultado alentador en cuanto al éxito de la titularización en Colombia, ha sido el alto interés de otros países como Perú, Ecuador y Bolivia en tomar como modelo el caso colombiano, para estructurar la figura en sus mercados locales. También, este esquema ha llamado la atención de grandes inversionistas norteamericanos que ven en él una interesante alternativa de inversión en mercados emergentes como el nuestro.”⁴⁶

⁴⁵ VEGA, Vitelio. Asesor de la División de Ofertas Públicas de la Superintendencia de Valores, Entrevistado el día 27 de junio de 2001.

⁴⁶ SANMIGUEL ARIAS, Héctor Armando. <http://www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariza.htm>.

3.1.4.2. Tipo de Títulos emitidos

Sin embargo existen otros datos que pueden ser interesantes en este análisis como lo son el tipo de títulos emitidos en cada una de las operaciones. Como podemos ver la mejor alternativa al momento de realizar una titularización, depende del tipo de activos que se pretenden titularizar. Cuando se titulariza cualquier tipo de cartera, los títulos que se emiten por lo general, son los de contenido crediticio, puesto que al inversionista no le interesa tener un derecho de propiedad sobre esa cartera sino, obtener los rendimientos que ella pueda generar.

Cuando por el contrario, se titulariza un bien inmueble o un proyecto de construcción, los títulos a emitir son por lo general títulos de participación puesto que ellos representan un derecho de propiedad sobre el inmueble, que aunque no le otorgue el derecho de uso, le permite recibir un rendimiento sobre ese bien, por concepto, por ejemplo, de cánones de arrendamiento.

Los títulos mixtos buscan combinar estas dos facetas en todos los tipos de titularizaciones entregando a sus tenedores dichos derechos de propiedad y de obtención de rendimientos.

De las 81 titularizaciones aprobadas hasta ahora en Colombia, en 48 de ellas se han emitido títulos con contenido crediticio, lo que muestra que en nuestro país

son más los activos financieros, como los diferentes tipos de cartera, que son titularizados. Claro que no son solo estos activos, pues como vemos en la titularización ganadera también se utiliza esta clase de títulos, pues a los inversionistas no les interesa tener propiedad sobre una parte de ganado, sino sobre el rendimiento que pueda llegar a dar el título en especial.

Por otro lado en 24 titularizaciones se han emitido títulos de participación debido, en gran parte, a la gran cantidad de titularizaciones inmobiliarias y a las dos titularizaciones de proyectos de construcción en las que emitieron esta clase de títulos.

Finalmente 10 operaciones otorgaron títulos mixtos, todos en titularizaciones inmobiliarias.

3.1.4.3. Opiniones sobre la Nueva Sociedad Titularizadora

A finales de junio del año 2001, un grupo de activos improductivos en cabeza de diversas entidades financieras, dieron inicio a la primera sociedad titularizadora en Colombia.

Cuando nos referimos a la titularizadora estamos hablando de la “Corporación Hipotecaria Colombiana”, sociedad aprobada por la Superintendencia de Valores con el fin de impulsar las condiciones para el despegue del crédito de vivienda y la

reactivación progresiva del sector de la construcción. Sus principales accionistas nacionales son el Banco Davivienda, Conavi, Colmena, Compañía de Seguros Bolívar, Corfinsura, Compañía Inversora Colmena y Multibanca Colpatria.

La Titularizadora es una sociedad especializada en la compra de la cartera hipotecaria de los bancos comerciales para convertirla en títulos mediante el proceso de titularización. Su creación ha tenido el pleno respaldo del gobierno que ha visto en ella una gran posibilidad de impulsar el sector de la construcción y el de la adquisición de vivienda en general.

“Es un gran esfuerzo de las antiguas corporaciones de ahorro y vivienda que le va a reportar muchos beneficios al país.”⁴⁷ Piensa el Dr. Uribe que estas instituciones se van a convertir en simples administradoras de cartera puesto que con la titularizadora, ellas se van a encargar simplemente de su recaudo efectivo. Cualquier préstamo que se realice va a recuperarse inmediatamente lo que le da más liquidez a la institución para seguir prestando dinero. Dice que de esa forma estas instituciones se especializarán en la aprobación de créditos.

La Corporación Hipotecaria Colombiana va a respaldar sus títulos gracias a los apoyos que le han otorgado instituciones internacionales como la IFS y la CAF. El BID a su vez otorgó como apoyo más de 100 millones de dólares para respaldar los procesos que pueda adelantar la sociedad. Todas estas garantías le permitirán

⁴⁷ URIBE LÓPEZ, Rodrigo. Jefe de la División Jurídica de Conavi. Entrevistado el día 07 de junio de 2001.

a los inversionistas comprar sus títulos con una gran seguridad y con el respaldo de instituciones serías del orden internacional.

Por otro lado los bancos se encuentran obligados a que un 25% de la cartera recuperada sea destinada a la financiación de vivienda de interés social por lo cual el gobierno se encuentra sumamente interesado en apoyar este proyecto.

Funcionarios de la Supervalores como la Doctora Carolina Rojas y el Doctor Vitelio Vega, antes mencionado, piensan que el nacimiento de la sociedad titularizadora va a generar un clima de tranquilidad al interior de la institución (Superintendencia) y del mercado de valores, puesto que al ser una entidad especializada en el tema de la titularización, los procesos que se proyecten y desarrollen van a ser de alta calidad, y solo contarán con una revisión posterior por parte de la Superintendencia, lo que la comprometerá en menor sentido, asegurando la calidad de los procesos.

La sociedad titularizadora es un buen comienzo y puede dar soluciones a mediano plazo para contrarrestar la crisis del sector vivienda y de la construcción. Este es el planteamiento del Doctor Jorge Mario Angel, Presidente de Fedelonjas en entrevista realizada por el diario La República, publicada el 8 de junio de 2001. Según el dirigente gremial, “de los beneficios que el gobierno otorgue a dichos títulos dependerá en gran parte el éxito de la compra y venta de cartera hipotecaria, que adelantará la titularizadora”.

El tema de las garantías que se le otorguen a los títulos es un elemento decisivo para los inversionistas. “Con garantías estatales es posible ofrecer títulos por debajo de las tasas que ofrecen los TES, eso no se espera que ocurra inicialmente, pero sí en un tiempo razonable como sucede en Estados Unidos”, dijo Eduardo Jaramillo Robledo⁴⁸, Presidente de Camacol. Piensa además que la medida de la titularizadora servirá para sanear la cartera de la banca hipotecaria , pero no podrá irrigar más recursos frescos al sector. Si las tasas a las que se colocan los TES no bajan, se le restará competitividad a estos títulos por lo que el mercado no se interesará en los títulos emitidos por esta nueva sociedad.

Incertidumbres como las de las tasas de interés, las garantías, los beneficios tributarios para inversionistas de estos títulos, la falta de pronunciamiento del gobierno sobre estos temas, hacen que los dirigentes de los gremios relacionados con la construcción y la vivienda se preocupen por el futuro de las soluciones que se le están dando a la crisis por la que atraviesa el país en este sector.

En este tercer capítulo nos acercamos mucho más a la realidad de nuestro país. Recorrimos cada uno de los sectores que se han visto favorecidos por este forma de financiación, recogiendo comentarios de expertos en este tema y de personas que ven en esta figura un instrumento importante para el desarrollo del país.

⁴⁸ Diario La República. Titularizadora, otro paso para “jalar” la construcción. 8 de junio de 2001. Página 6A.

A continuación, analizaremos un sector que consideramos debería centrar gran parte de sus esfuerzos en estudiar y desarrollar la titularización de activos, dada su composición patrimonial y las necesidades constantes que surgen en su interior. Nos referimos al sector público, quien no ha visto todavía en esta figura un elemento importante para su sostenibilidad y desarrollo.

4. LA TITULARIZACIÓN EN EL SETOR PÚBLICO

4.1. ENTORNO NACIONAL

Actualmente, el país necesita un motor que impulse el desarrollo local, e instrumentos como la emisión de bonos de deuda pública y la titularización de activos, hacen posible que los proyectos de orden local y regional se puedan desarrollar con éxito. Estos dos mecanismos alternos de financiación de las entidades públicas podrían ser utilizados para propender el desarrollo de sus regiones.

Los tributos recaudados actualmente no generan los suficientes ingresos para desarrollar todos los proyectos de infraestructura que se requieren actualmente en el ámbito local. El motivo, es la crisis económica que ha venido viviendo el país en los últimos años. Las tasas de desempleo han venido incrementando al igual que el subempleo, y el consumo ha decrecido, lo que genera menos recursos para el desarrollo de los proyectos públicos.

Como consecuencia de lo anterior, estas entidades deben buscar alternativas de financiación que conviertan más dinámico el desarrollo de las regiones.

Actualmente, los municipios están mostrando un nuevo concepto de gerencia, recolectando eficientemente los impuestos locales y abriéndole la oportunidad a alternativas distintas de las convencionales para financiarse.

Haciendo referencia a los sistemas alternos de financiación, encontramos, entre otros, los instrumentos del mercado público de valores, que son ideales para la financiación de grandes proyectos de infraestructura regionales.

Desafortunadamente, la financiación a través del mercado público de valores, es una alternativa que las entidades públicas no han considerado, desconociendo flagrantemente las bondades que estos mecanismos pueden ofrecer.

Por otro lado, debido a las fluctuaciones que sufre la economía en un país como Colombia, es necesaria una planeación financiera tanto a corto como a largo plazo. Se deben determinar los recursos que se poseen y en que se pueden destinar. Si se realiza esta planeación financiera, se podrán encontrar bondades de los mecanismos alternos de financiación, puesto que no siempre los préstamos de los establecimientos financieros son la opción más rentable. Teniendo esto en cuenta, es aquí donde entra la participación del mercado público de valores como un mayor apoyo para la gestión financiera de cualquier entidad pública.

Según el Doctor Héctor Armando Sanmiguel, en foro realizado en la ciudad de Manizales el 11 de julio de 1997, llamado Mercado Público de Valores como Alternativa de Financiación de los Entes Territoriales, la razón por la cual los gestores de las entidades territoriales no acuden a los mecanismos alternos de financiación como el mercado de valores, son las falsas creencias que los trámites, solicitudes, autorizaciones y requerimientos conllevan muchas complicaciones que necesitan de bastante tiempo con el que en la práctica no se cuenta.

Opina el doctor Vitelio Vega⁴⁹, funcionario de la Superintendencia de Valores, que el mercado público de valores no goza de buena popularidad, precisamente por su desconocimiento. Realmente, quienes enfrentan este mercado por primera vez, lo hacen después de haber recibido una importante asesoría, o por un estudio a fondo sobre el tema. Una vez se está en frente de la Superintendencia de Valores para radicar los proyectos, se pueden dar cuenta de la gran recepción y del personal capacitado con que cuenta esta institución para atender a los usuarios. Lo que los desmotiva la primera vez que acceden a éste mecanismo de financiación, es su propia falta de conocimiento de los procedimientos a seguir, puesto que al preparar de manera apresurada sus proyectos, la Superintendencia de Valores se ve en la necesidad de rechazar la documentación por no ajustarse a los requerimientos legales.

⁴⁹VEGA, Vitelio. Asesor de la División de Ofertas Públicas de la Superintendencia de Valores. Entrevistado el día 27 de junio de 2001.

En la práctica, todos estos trámites, solicitudes, autorizaciones y requerimientos son obligatorios pero fáciles de cumplir si se dan a conocer a los interesados. Al respecto, es preciso indicar que existen cartillas emitidas por la Superintendencia de Valores que introducen a los interesados en el tema.

Es igualmente importante anotar que estos esfuerzos no son del todo suficientes para hacer que el público en general sea consciente que existe un mercado de valores que puede llegar a remplazar los mecanismos convencionales de financiación.

Consideramos que es necesario publicitar y difundir los procedimientos para acceder a estos mecanismos de financiación, para romper esa barrera que aleja a los colombianos, y sobre todo a las mismas entidades estatales que están urgidas de nuevas alternativas para la consecución de recursos.

Es esta promoción la que lleva al público a conocer estos mecanismos de financiación y a utilizarlos, con el fin de beneficiarse de las bondades que éstos ofrecen.

Sostiene el Doctor Sanmiguel que en Colombia hay una falta de oferta de títulos que podrían darle alternativas de inversión a una masa significativa de demandantes de títulos valores.

La intención de este análisis es demostrar que las entidades públicas cuentan con varias opciones para la colocación de títulos.

Una primera alternativa se encuentra en la emisión de bonos de deuda pública a largo plazo. La ventaja principal de este mecanismo de financiación es la posibilidad de estructurar según la conveniencia de la entidad encargada de emitir bonos, en lo relacionado con la fijación del plazo, tasa de interés y sistemas de amortización.

Una segunda alternativa para financiarse es la titularización. Actualmente, tal como se ha mencionado en capítulos anteriores, la norma principal que regula la titularización en Colombia es la Resolución 400 de 1995 expedida por la Superintendencia de Valores. En ella se contempla la posibilidad de titularizar una gran variedad de bienes; es más nos atrevemos a afirmar que el espíritu de ésta norma es dejar a la imaginación de los usuarios los bienes que se deseen titularizar. Se pueden titularizar entre otros, inmuebles, cartera, cabezas de ganado y en general, cualquier otro tipo de activo.

Cualquier tipo de bien de propiedad de una entidad pública, puede ser transferido a un agente de manejo; y en el caso en que se utilice un patrimonio autónomo se generarán unos títulos que serán colocados en el mercado público de valores, para que los recursos alimenten el proceso. Este mecanismo es bastante flexible, lo que invita al público a utilizarlo. Pero en la práctica, como sostuvimos

anteriormente, no está siendo utilizado por parte del sector público para su propia financiación.

4.2. USO TANGENCIAL DE ESTE MECANISMO POR PARTE DEL SECTOR PÚBLICO

Después de un largo análisis, en el cual tuvimos entre otras fuentes entrevistas con funcionarios de la Gobernación de Risaralda, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, de la Alcaldía Mayor de Santa fe de Bogotá D.C., logramos identificar varias razones por las cuales los entes públicos no utilizan el mercado de valores, más exactamente procesos los de titularización.

Primero que todo, los entrevistados concluyeron que las partidas presupuestales que se les entrega a los departamentos y municipios no son suficientes para la financiación de todos los proyectos que puede necesitar estos entes territoriales. Algunos hicieron alusión a la Ley de Transferencias que actualmente ha generado tanta discusión, y comentaron que no suplía las necesidades de los departamentos y municipios.

Posteriormente se concluyó que definitivamente era necesario complementar de alguna manera los recursos que recibían del Gobierno Central, y que necesitaban otros mecanismos para adquirir recursos de financiación. Se les preguntó acerca de los mecanismos alternos de financiación, y entre ellos el de titularización. Para sorpresa nuestra, el conocimiento de este mecanismo no es el suficiente. Lo poco

que saben de este mecanismo alternativo de financiación es su gran “tramitología”, pero a grandes rasgos desconocen sus beneficios y su manera de operar.

Consideramos que la razón principal por la cual la titularización como mecanismo alternativo de financiación no es utilizado, es la falta de conocimiento de los funcionarios de las entidades públicas. Si bien es cierto que es un mecanismo relativamente nuevo en Colombia, también es cierto que para acceder a un cargo público deben haber ciertos conocimientos en temas tan importantes como los financieros. Es importante precisar que no todos desconocían la titularización, pero sí desconocían como era el procedimiento, y lo más grave es que desconocían sus ventajas frente a los demás mecanismos de financiación.

En un principio, en el desarrollo de este trabajo de grado se pensó que los grandes obstáculos que generaron el bajo desarrollo de la titularización en los últimos años en Colombia fueron los obstáculos legales y económicos. Pero como se demostró a través del trabajo de campo que se realizó al entrevistar funcionarios de distintas entidades relacionadas con la titularización en Colombia, el verdadero obstáculo que enfrenta la titularización, es la falta de divulgación, lo que genera, a su vez, falta de conocimiento.

Los Colombianos están arraigados a los mecanismos convencionales de financiación como lo son los créditos bancarios porque son los mecanismos más reconocidos y difundidos.

Al respecto, coincidió el doctor Gustavo Martínez, Asesor del Despacho de la Superintendencia de Valores, que el principal motivo por el cual no se implementa la titularización en Colombia, y en especial por los entes públicos, es su falta de conocimiento.

Hace falta un alto grado de educación en este tema para los funcionarios de los entes públicos. Un problema en la práctica radica cuando se pregunta de quien es la responsabilidad de difundir la titularización en Colombia.

Frente al caso específico que estamos tratando, de la titularización como mecanismo alternativo de financiación para los entes públicos, consideramos que el problema no radica únicamente en la falta de divulgación de este mecanismo de la titularización. Desde nuestro punto de vista, el cual apoyan funcionarios de la Superintendencia de Valores, es que algunos funcionarios públicos no son suficientemente competentes para desempeñar sus cargos. Esta precisión surge por el alto índice de proyectos de titularización que llegan a las oficinas de la Superintendencia de Valores para su revisión y aprobación y que debido a la falta de documentación o la documentación imprecisa, deben ser devueltos para corrección.

Cuando decimos “un alto índice de proyectos de titularización” nos referimos a que, de los pocos proyectos que se presentan para revisión y evaluación, un alto porcentaje de ellos es rechazado, lo que ocasiona que el proceso se alargue y en

muchos casos hace que los entes públicos, representados por funcionarios incompetentes con un grado de conformismo, desistan.

Entes públicos como los departamentos, distritos, municipios entre otros, deben concientizarse de la situación que viene atravesando el país a lo largo de los últimos años. Fenómenos como el narcotráfico, la corrupción, los delincuentes de cuello blanco y la guerrilla han frenado el desarrollo del país. Han detenido el crecimiento generando desempleo y la disminución de inversión extranjera. Frente a esta situación, el Gobierno Nacional debe maximizar la producción de sus recursos, y un ejemplo de esto es la titularización de los bienes improductivos que están en cabeza de la Nación.

Los bienes a los que nos referimos son entre otros, las instalaciones físicas donde operan las gobernaciones, las alcaldías y las entidades oficiales. Estos son bienes que podrían estar produciendo rendimientos adicionales para el Estado, pero en la actualidad, lo único que está generando la tenencia de esos inmuebles, son altos gastos administrativos. A este ejemplo se pueden adicionar otros bienes como lotes, parques, rentas y maquinaria.

En entrevista con la directora financiera de la Gobernación de Risaralda durante los años 97-2000, doctora Piedad Jiménez Montoya⁵⁰, sostuvo que dicha entidad realizó estudios de factibilidad en relación con la titularización del edificio donde opera este ente público. Sin embargo, los resultados no fueron alentadores,

⁵⁰ Entrevista realizada el 23 de agosto de 2001.

primero debido a la grave crisis financiera por la que estaba atravesando el departamento, lo que le restaría credibilidad a las calificadoras y a los inversionistas, y segundo, debido a los daños que sufrió dicho inmueble a raíz del terremoto que sacudió al eje cafetero el 25 de enero de 1999.

Tal como lo describimos anteriormente, para estas entidades, un fracaso en el desarrollo de un proceso significa el no reincidir en su aplicación, pues vemos que desde ese momento en Risaralda, no se volvió a investigar sobre el tema.

4.3. VENTAJAS PARA LOS ENTES PÚBLICOS

Como lo demuestran las estadísticas analizadas anteriormente, actualmente, las entidades públicas han acudido tangencialmente al mecanismo de la titularización para financiarse.

Los costos de acceder al mercado público de valores son muy bajos con relación a los costos de cualquier otro tipo de financiación, como por ejemplo los créditos con establecimientos financieros. En ese escenario existe un margen de intermediación que hace que los costos de financiación suban; mientras que en la financiación a través del mercado público de valores no existe tal excedente, siendo reemplazado por bajos costos de comisión de quienes intervienen en estos procesos.

Para ilustrar como funcionaría la titularización de un inmueble de una entidad pública, a continuación transcribiremos un ejemplo de modelo de titularización dado por el Dr. Héctor Armando Sanmiguel Arias, en el foro antes mencionado, del cual podremos obtener importantes conclusiones.

“Una entidad pública que es originadora y tiene un inmueble avaluado en \$5.000 millones, cualquiera que fuera el inmueble. Ese inmueble lo piensa titularizar emitiendo títulos por \$5.500 millones, con un margen del 10% por encima, permitido por la Resolución 400, a cinco años. Ese inmueble ingresa a un patrimonio autónomo para que genere unos títulos a cinco años, por valor de \$5.500 millones. La entidad pública obviamente no puede salir de sus mismas instalaciones, que posiblemente son este mismo inmueble. Simplemente las toma en arrendamiento a un canon mensual razonable, el 1%, y se compromete a que al final del proceso, a los cinco años, le recompra ese inmueble al patrimonio autónomo. Es decir, se lo recompra a todos los tenedores de títulos que se emitieron en el desarrollo de la titularización, reconociendo una valorización anual del 20%, que es más o menos razonable (esto en 1997). Asumimos que el costo de oportunidad para la entidad pública es del 20%; no se asume que este análisis o esta figura va a estar distorsionado por unos costos de oportunidad altos, o bajos, sino que tiene una tasa razonable que hoy en día puede acercarse a los niveles de DTF.

¿Qué sucede en el momento de titularizar? Se genera una serie de gastos que pueden corresponder a la comisión para el agente de manejo, a los derechos de

oferta pública, a la inscripción en el registro y en bolsa. Todos los gastos que se generan allí son cuantiosos, pero en monto no superan el 2.8%, que, comparando con un margen de intermediación, son costos relativamente bajos. También está incluido algún tipo de riesgo que pueda haber en la titularización, como ha sucedido en algunos casos y es que no se coloquen bien los títulos y cuando salgan a ofrecerse al mercado, dentro de este 2.8%, una comisión de colocación garantizada para esa colocación de títulos.”⁵¹

Del anterior ejemplo podemos sacar las siguientes conclusiones:

- Respecto a los éxitos financieros del proceso, podemos ver que la entidad recibió anticipadamente un dinero por un bien inmueble del que físicamente no se desprende y el cual está seguro que recuperará legalmente. Lo anterior, a cambio de los costos que se deben asumir dentro del proceso de titularización, los cuales son notablemente bajos.
- Los inversionistas, de acuerdo con el ejemplo del doctor Sanmiguel, además de obtener mensualmente resultados por el pago del canon de arrendamiento del bien inmueble, después de cinco años, van a ver retornar su inversión por la recompra de este, por parte del ente territorial.
- La calificación de la entidad especializada en emitir este tipo de dictámenes, logra que la entidad pública adquiera cierto reconocimiento a nivel nacional e internacional. Por el hecho de la calificación, las empresas

⁵¹ Superintendencia de Valores de Colombia. Mercado Público de Valores como alternativa de Financiación de los entes territoriales. Manizales, julio 11 de 1997.

se dan a conocer públicamente tal como lo explicamos en el segundo capítulo; la llamada imagen corporativa de la entidad.

- La entidad que por primera vez obtuvo resultados favorables por este proceso, adquiere una ventaja comparativa sobre otras entidades tanto públicas como privadas. Sus conocimientos en materia financiera crecen y se multiplican, identificando los activos titularizables y los proyectos futuros que se pueden desarrollar gracias a este sistema.
- La entidad al diseñar su propio esquema, impone las condiciones para llevar adelante el proceso, y si estas son atractivas, muy seguramente atraerá los inversionistas necesarios para completar la operación. En efecto, la entidad no estará supeditada a la terrible espera por la cual pasan las personas, antes de la aprobación de sus créditos. A parte de esto, una vez otorgado el préstamo, los compromisos con las entidades financieras son grandes por las condiciones que estas imponen.

Vemos claramente algunas de las ventajas que se pueden obtener por la implementación de la titularización por parte de las entidades públicas y que pueden aplicarse de igual manera en el sector privado.

Restaría solamente crear esa cultura de la inversión en nuestro sistema bursátil, pues una vez identificadas las bondades del mercado público de valores, los beneficiados serían enormes.

A finales de los años noventa, el Gobierno Nacional se preocupó demasiado por sacar adelante el sector financiero que se encontraba en una grave crisis. Tal vez la solución fue peor que la enfermedad a nuestro modo de ver. Se implementaron mecanismos como el dos por mil (hoy tres por mil), se invirtieron más de cinco billones de pesos en compra de la cartera improductiva del sector financiero público, se presentó la quinta reforma tributaria en menos de veinte años, en fin, la inestabilidad creada fue muy grande.

Apresuradamente se han venido tomando todas estas decisiones sin tener en cuenta, como lo dijimos en nuestro primer capítulo, las experiencias de otros países del mundo. Invertir en el sector financiero, sin invertir en el sector real, o por lo menos, sin darle nuevas alternativas, creó la situación que hoy en día está viviendo el país. En efecto, las empresas no están preparadas para asumir nuevos compromisos financieros con estos entes que ya una vez, los llevaron a graves crisis económicas.

Esperamos que ejemplos como el de la titularización ganadera, y que esfuerzos como el de la sociedad titularizadora sirvan para que nuestro mercado de valores, se vuelva mucho más dinámico y de esa manera aprender a manejar nuevos sistemas de financiación y de obtención de recursos, que van de la mano con el desarrollo de los estados, en un mundo cada vez más globalizado.

4.4. RAZONES POR LAS CUALES NO SE HA DESARROLLADO LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA Y SUS POSIBLES SOLUCIONES

No podríamos en esta tesis señalar un solo responsable por el poco desarrollo que esta figura ha tenido en nuestro país y sobre todo en el sector público. Sin embargo, a través de nuestra investigación pudimos darnos cuenta que el principal motivo por el cual los procesos de titularización no se han aplicado en nuestra economía, es debido a la falta de conocimiento que se tiene sobre la materia.

Ni siquiera consideramos que se trata de falta de cultura de inversión en el mercado de valores, porque el conocimiento es el que invita a la gente a interesarse por nuevas tendencias y nuevos mecanismos.

Consideramos que la información existe y que se puede acceder fácilmente a ella, pero hace falta el interlocutor para que esa información se difunda y se conozca. Los colombianos, durante toda la historia del país, han utilizado las mismas fuentes de financiación como son el endeudamiento interno y externo, y de igual forma se han tenido que acostumbrar a las condiciones impuestas por el sector financiero. Por otro lado, el Estado tampoco ha innovado en sus formas de financiación, tal como lo expusimos en el primer capítulo.

Una vez identificada la causa, debemos aclarar que las soluciones no son fáciles de implementar, puesto que todo el desarrollo que el mercado de valores pueda

llegar a tener debe recaer sobre un responsable directo e interesado en sacarlo adelante. Nos hemos dado cuenta que los sujetos involucrados en este proceso, tienen un alto compromiso, pero ninguno ha querido liderarlo.

En nuestro entender, la Superintendencia de Valores ha sido el órgano encargado de difundir todo lo relacionado con los procesos de titularización, pues además de la vigilancia, control e inspección, tienen una función de promoción de todo lo relacionado con el mercado de valores. Además, como entidad pública y órgano consultivo del Estado, tiene la obligación de difundir las nuevas tendencias de financiación a través del mercado que controla.

En efecto, la Superintendencia de Valores ha cumplido eficientemente con esa función pues además de haber publicado cartillas, hecho seminarios, y celebrado convenios con universidades y otros gremios, se ha dedicado a difundir estos procesos en todo Latinoamérica, con el fin de que estos mecanismos se conviertan en fuente de financiación en nuestros países vecinos. De esa manera esta entidad está asegurando un desarrollo local de estas figuras, y contribuye en la labor legislativa de países con nuestras mismas necesidades.

Pero qué papel están jugando las bolsas de valores, los comisionistas de bolsa y las bancas de inversión en todo este proceso? Pues su papel es fundamental y parece ser que no lo están cumpliendo de manera responsable. Tener a la mano instrumentos como la titularización, garantizaría de alguna forma su permanencia en el mercado y el desarrollo económico del país. Como vemos son sujetos que

participan en el proceso de titularización, y son quienes tienen un contacto directo con los usuarios y con los mecanismos alternativos de financiación y de inversión.

Son estas entidades quienes, impulsando estos mecanismos, se verán beneficiadas puesto que ese es su negocio principal. Luego podemos darnos cuenta que quienes deberían estar realmente interesados en sacar adelante el mercado de valores, no se han empeñado lo suficiente en hacerlo y les cabe toda la responsabilidad.

Una vez se logre llevar esta información a los interesados, se puede hablar de buscar una nueva cultura de inversión, que es lo que pretendemos resaltar con nuestro trabajo. Como dijimos anteriormente, la información existe, falta desarrollarla para crear esa cultura que tanto se reclama y que nos aparta tanto de países más avanzados que el nuestro en este tema.

Por otro lado está el poco interés de las entidades públicas para buscar nuevas alternativas de financiación para salir de la grave situación económica y financiera en que se encuentran. Estas entidades seguirán en esta situación hasta cuando decidan invertir en investigación, capacitación de sus funcionarios y aumenten el perfil de los mismos, en conclusión, cuando logren entender que sus entidades son empresas y por lo tanto deben ser administradas como tales.

Como vemos, las soluciones no son fácilmente aplicables, más en un país donde la corrupción se ha apoderado de las entidades públicas, de funcionarios poco

calificados y de administradores públicos que no le están aportando soluciones nuevas a sus empresas.

Llegamos de esta forma al final de nuestra investigación, en la cual llevamos a lector por el mundo de la titularización de activos. Nos resta presentar nuestras conclusiones finales de este proyecto de grado.

5. CONCLUSIONES

A lo largo de los primeros cuatro capítulos de este trabajo de grado se desarrollaron temas tales como el mercado de valores, el proceso de titularización en sí mismo, y como alternativa de financiación en especial para las entidades públicas en Colombia.

El enfoque que le quisimos dar al lector fue primero que todo ubicarlo en el tema del mercado de valores para posteriormente profundizar en el tema de la titularización como instrumento de financiación. En este proceso se analizó a fondo el proceso de titularización en sí mismo, para posteriormente profundizar en el desarrollo de la misma en Colombia, para lo cual nos basamos en las estadísticas oficiales de la Superintendencia de Valores, órgano encargado de la su aprobación en el país. Todo este análisis nos llevó de manera general en el tema de la titularización como mecanismo alterno de financiación de los entes públicos, para así llegar a las conclusiones de este estudio; las cuales exponemos a continuación:

La titularización es un mecanismo financiero cuya finalidad es generarle liquidez a su originador a través de la utilización de activos improductivos que antiguamente, es decir antes de la existencia de este mecanismo, lo único que generaban eran gastos. Hoy en día, con la titularización de activos se pueden obtener recursos provenientes de activos improductivos.

El mercado de valores le ofrece beneficios económicos a aquellos inversionistas que estén interesados en obtener recursos a través de éste. La utilización del mercado de valores le da una alternativa nueva y diferente a los inversionistas que buscan obtener liquidez.

La titularización puede servir como mecanismo alternativo de financiación de las entidades públicas y así evitar que se incremente el déficit fiscal. Bajo la situación que está viviendo Colombia donde la financiación de los entes territoriales no es la más deseada, los entes como los departamentos y los municipios deben empezar a financiarse de diversas maneras, explotando sus propios recursos; y la titularización puede contribuir a su desarrollo, al producir rentas de activos de los que no se esperaba sino gastos.

Las estadísticas oficiales, emitidas por la Superintendencia de Valores, documento, arrojaron resultados poco alentadores en cuanto a la utilización de éste mecanismo de financiación en Colombia. No se ha desarrollado la titularización en los índices esperados, y mucho menos ha sido utilizada por entidades del sector público.

Hay desconocimiento por parte del público de cómo implementar la titularización para financiarse de forma alternativa. Debido a lo reciente que es éste mecanismo de financiación, hay mucha ignorancia que no ha dejado que se expanda su uso.

Falta de conocimientos técnicos por parte de los funcionarios públicos. El Estado debe concientizarse de los recursos que posee, y darse cuenta que no son suficientes para colaborar al desarrollo de sus entes territoriales. Por esto, es necesario que los administradores del Estado maximicen sus recursos y así colabore con el desarrollo. Pero si los administradores del Estado no conocen de mecanismos como la titularización, es muy difícil que la puedan implementar correctamente.

Comparativamente con los demás países suramericanos, Colombia tiene el proceso de titularización más desarrollado, tanto normativamente como en la práctica.

Para que en Colombia se utilice con más frecuencia la titularización como mecanismo alternativo de financiación es necesario culturizar a los inversionistas. Colombia, al igual que los demás países latinoamericanos no han desarrollado la cultura de inversión a largo plazo, necesaria ante estos procesos.

En Colombia los obstáculos que ha enfrentado la titularización no son de índole económico ni jurídico como en un principio se planteó. Las entrevistas elaboradas

en el desarrollo de éste trabajo de grado, tanto a funcionarios estatales como del sector privado, enseñaron resultados bastante positivos en cuanto a que la reglamentación en Colombia de la titularización es óptima; igualmente en cuanto al estudio económico, pues los beneficios que arroja frente a los demás mecanismos de financiación son ideales.

Pero en lo que si coincidimos con todos nuestros entrevistados, y con la bibliografía nacional utilizada, es la falta de cultura de inversión en títulos y el poco uso que tiene el mercado de valores.

Los colombianos nos acostumbramos a ahorrar por medio de la compra de CDT's o de dólares, y eso lo podríamos describir hoy en día como una tendencia cultural arraigada. Pero porqué no mirar un poco más lejos? Descubrir la tendencia mundial de la compra de instrumentos negociables en mercados secundarios, y así crear una cultura dinámica y sostenida de financiación a través del mercado de valores.

BIBLIOGRAFÍA

ARISTIZÁBAL TOBÓN, Gustavo. Comentarios. Titularización 3. Oscar Borrero Ochoa. Editorial Guadalupe Ltda. Bogotá 1998.

ARISTIZABAL TOBON, Gustavo. Introducción a la titularización de activos. Bolsa de Medellín, 1992.

BALLESTEROS, Maria Isabel. Memorias de Seminarios 1996-1997. Superintendencia de Valores, 1998.

CARVAJAL CÓRDOBA, Mauricio. Aspectos jurídicos de la Titularización de Activos. Bogotá. Biblioteca Jurídica, primera edición 1996.

COLOMBIA. MINISTERIO DE HACIENDA. Página web www.minhacienda.gov.co. Visitada el día 26 de junio de 2001.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES, La Titularización en Colombia, Una ventana hacia la modernización financiera, 1997.

COLOMBIA. CONGRESO DE LA REPÚBLICA. Ley 80 de 1993.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. www.supervalores.gov.co.

La Calificación de Valores en Colombia.. Oficina de estudios económicos 1998.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Sociedad Calificadora de Valores. Manual. Marzo de 1997.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Resolución 400 de 1995.
Circular Externa 17 de 1994.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Depósito Centralizado de Valores.. Manual. Marzo de 1997.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. El mercado público de valores. Superintendencia de Valores. 1ª edición agosto de 1996.

COLOMBIA. www.valoramos.com. Visitada el 16 de julio de 2001.

COLOMBIA. www.securitization.net. Archivo en adobat acrobat reader. Visitada el 10 de julio de 2001.

COLOMBIA. SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Informe presentado a Mayo 31 de 2001. "Titularizaciones: Autorización de inscripción y oferta pública en mercado primario".

COLOMBIA. BOLSA NACIONAL AGROPECUARIA. <http://www.bna-sa.com.co/titula/titularizacion.html>. Visitada en Junio de 2001.

COLOMBIA. <http://www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariza.htm>.

Documento elaborado por el Dr. Héctor Armando Sanmiguel.

DIARIO LA REPÚBLICA. Titularizadora, otro paso para “jalar” la construcción.
8 de junio de 2001.

DIARIO LA REPÚBLICA. Agosto 16 de 2001.

DIARIO LA REPÚBLICA. Palma y ganado de levante entrarán a la titularización. Viernes 8 de junio de 2001.

DÍAZ ARDILA, Gabriel. Titularización 2. Segunda edición. Bogotá, 1998.

GRANIER, Thierry y JAFFEUX, Corynne. La Titrisation. Aspects Juridique et Financier. Ediciones ECONOMICA 1997.

JIMÉNEZ MONTOYA, Piedad. Directora Administrativa y Financiera Cámara de Comercio de Pereira y Ex directora Financiera de la Gobernación del Risaralda. Entrevista del 23 de agosto de 2001.

LEAL, Hildebrando. Títulos valores. Ediciones Leyer 1999.

PINILLA, Roberto; VALERO, Luis y GUZMÁN, Alexander. Operaciones Financieras en el Mercado Bursátil. Universidad Externado de Colombia, 2000.

SANMIGUEL ARIAS, Héctor Armando. Memorias de Seminarios 1996-1997. Superintendencia de Valores, 1998.

SANMIGUEL ARIAS, Héctor. La Titularización en Colombia un Nuevo Mundo de Oportunidades Financieras.

ROJAS, Carolina. Asesora del Superintendente de Valores. Entrevista el día 28 de junio de 2001.

SUPERINTENDENCIA DE VALORES. Oficina de Estudios Económicos. Estudio llamado La Calificación Del Riesgo Un Instrumento Para El Desarrollo Del Mercado De Valores 1998.

URIBE LÓPEZ, Rodrigo. Jefe de la División Jurídica de Conavi. Entrevista telefónica, realizada el día 07 de junio de 2001.

VEGA, Vitelio, Asesor de la División de Ofertas Públicas de la Superintendencia de Valores. Entrevista el día 27 de junio de 2001.