

La titularización en Colombia: diez años de desarrollo

CONSTANZA BLANCO BARÓN

INTRODUCCIÓN

Los objetivos que se plantearon cuando se inició el desarrollo de la titularización en Colombia fueron, de un lado, la generación de oferta de valores negociables en el mercado colombiano y de otro, la creación de instrumentos que permitieran la '*mobilización*' de activos de baja liquidez y / o de largo plazo.

En el primer caso, con el desarrollo de la titularización se pretendía contribuir con la desintermediación financiera mediante la provisión a las empresas de mecanismos de financiación alternativos al crédito bancario, a mayores plazos y a costos menores (BELTZ, 1992). Esto contribuiría por ende a disminuir el riesgo de un sector real altamente endeudado, mejorando el panorama respecto de la capacidad del sector financiero de proveer crédito a las empresas.

En segundo término, la conversión de activos ilíquidos o de baja rotación en papeles negociables se planteó como una posibilidad para los intermediarios financieros de ampliar su capacidad de transferir ahorro hacia la inversión, mediante la '*mobilización*' de créditos, especialmente aquellos otorgados para la adquisición de viviendas, obteniendo recursos líquidos que podrían

ser convertidos en nuevas operaciones activas. Al mismo tiempo, se dotaría a los inversionistas, entre ellos los provenientes del exterior, de alternativas de colocación de sus excedentes con mejor rentabilidad a la que por ese entonces se conseguía en el mercado (OTÁLVARO, 1992).

Si bien el mayor volumen de titularizaciones se ha realizado sobre cartera de créditos de los intermediarios financieros, estos procesos no se vieron restringidos a las mismos y, aprovechando lo establecido en la regulación, en los últimos diez años se estructuraron procesos, con mayor o menor éxito, sobre, entre otros, contratos de arrendamiento de inmuebles, desarrollo de proyectos de construcción, flujos futuros de fondos como es el caso de rentas municipales o cobro de peajes, documentos de crédito de empresas financieras y del sector real, la constitución de portafolios de valores a través de fondos comunes, y más recientemente para financiar proyectos agropecuarios tales como el levante de ganado o la venta de cosechas futuras. De esta forma, los esfuerzos por encontrar nuevas fuentes de financiación para las empresas, que tuvieran plazos acordes con las disponibilidades de recursos de los inversionistas, al paso con el desarrollo de una regulación

adecuada que dieran estabilidad y confianza a la figura, en lo que se refiere a los vehículos y las seguridades y garantías, entre otros, marcaron positivamente la evolución de la titularización.

En este trabajo se pretende realizar un análisis de la evolución de la titularización en Colombia, cumplidos diez años de la expedición de la resolución 1394 de 1993 de la Sala General de la Superintendencia de Valores, a la luz de los objetivos propuestos para su desarrollo. En primer término se analizará si la regulación ha cumplido con los objetivos económicos planteados; en segundo término se hará una evaluación del impacto de la titularización en el desarrollo del mercado público de valores; a continuación se hará un análisis de la titularización como fuente de financiación de los respectivos sectores económicos, en especial de los de financiación de vivienda y agropecuario, y por último se propondrán algunas conclusiones.

I. DESARROLLO DEL MARCO REGULATORIO DE LA TITULARIZACIÓN

La titularización de activos, o securitización como se le conoce en otras latitudes, se puede entender como un proceso mediante el cual, una entidad originadora transfiere y aísla en un vehículo especial activos de su propiedad que tienen características de iliquidez o baja rotación, o simplemente flujos de caja futuros predecibles, con el objeto de iniciar nuevas operaciones activas o de desarrollar proyectos. Se trata básicamente de un instrumento para obtener financiación en el mediano y largo plazo, según las necesidades de quien moviliza los activos inicialmente ilíquidos, proveniente de inversionistas a quienes se devuelven los

flujos generados por dichos activos en el tiempo.

Desde un punto de vista jurídico, siguiendo a MANRIQUE (1994), la titularización se entiende como "el proceso por medio del cual se incorporan en múltiples documentos homogéneos, los derechos que poseen una o varias personas sobre uno o más bienes que tienen la capacidad de generar un flujo de caja, con el fin de lograr la circulación de dichos derechos". Estos procesos permiten, a su vez, que "una persona sustituya activos no líquidos o con bajo índice de liquidez, por activos monetarios, permitiéndole a los inversionistas la participación de una futura utilidad o expectativa de utilidad, a cambio de una suma fija de dinero". Igualmente, se aplica la noción de titularización en el caso de "derechos reales sobre activos productivos [que] se dan a un gestor institucional encargándole que transfiera a los inversionistas los resultados económicos del aprovechamiento de dichos activos, incorporando la obligación jurídica del encargo en títulos, para que se facilite la circulación de la explotación económica de ellos".

La regulación sobre titularización en Colombia ha sido considerada de las más avanzadas en la materia, comparable a la de países de mayor desarrollo (Misión, 1996). A pesar de lo reciente de la misma, la posibilidad de utilización de la figura para movilizar recursos y lograr financiación de los proyectos tiene antecedentes que se pueden localizar varios años atrás.

Según MANRIQUE (1994) pueden considerarse como primeras manifestaciones de titularización la carta de porte, el conocimiento de embarque, los bonos con garantía real y las facturas cambiarias y de compraventa, así como otras manifestacio-

nes en este caso en el mercado bursátil como los bonos de garantía general y los bonos convertibles en acciones. Según CARVAJAL (1996), también podría encontrarse como antecedente una regulación de 1905 (Ley 50), en la que se estableció la emisión de cédulas y títulos representativos de derechos sobre inmuebles. Por otra parte, podrían considerarse también como antecedentes en la movilización de cartera hipotecaria las cédulas hipotecarias emitidas por el Banco Central Hipotecario, las que por muchos años permitieron la financiación de la adquisición de vivienda en Colombia.

Adicionalmente, la regulación inicial ya propiamente tal sobre titularización, que data de 1993, recogió algunas figuras que permitían constituir portafolios de inversión al alcance de los pequeños inversionistas, o transferir recursos de financiación para actividades como el desarrollo de proyectos inmobiliarios, o 'sindicar' recursos para un grupo de entidades de los sectores real o financiero, o configurar un instrumento para canalizar inversión extranjera de portafolio. Estas figuras, son:

- La emisión de documentos a la orden representativos de derechos de participación en fondos comunes especiales de inversión constituidos por sociedades fiduciarias, o fondos de valores organizados por sociedades comisionistas de bolsa, con la finalidad de invertir, o adquirir y administrar, títulos de deuda pública (Resol. 7 de 1991 de la Comisión Nacional de Valores, hoy Superintendencia de Valores). Estos documentos se emitían en el ámbito del artículo 888 del Código de Comercio, y su endoso sustituía al endosante en sus relaciones contractuales con el organizador del respectivo fondo (CARVAJAL, 1996).

- La posibilidad de emitir, por parte de las sociedades fiduciarias, títulos de deuda que permitieran financiar proyectos inmobiliarios respaldados con el mismo proyecto, que era entregado en garantía a la fiduciaria (Ley 3.^a de 1991). El monto de los títulos de deuda se calculaba incluyendo la valorización potencial que tendría el respectivo inmueble.

- La posibilidad de emitir bonos por parte de varias entidades vigiladas por las superintendencias Bancaria o de Sociedades (emisiones sindicadas). Estas entidades conformaban un patrimonio autónomo en una entidad fiduciaria para que respaldara la respectiva emisión, mediante la entrega de bienes por una vez y media el monto del empréstito y sus intereses, avalara la totalidad de la emisión y se hiciera cargo de la administración de la misma (Dcto. 1026 de 1990).

- La posibilidad para los inversionistas de portafolio del exterior de adquirir unidades o certificados de participación en fondos constituidos por acciones o bonos, utilizando al efecto contratos de fiducia mercantil, encargo fiduciario o análogos (Resol. 51 de 1991 del Consejo Nacional de Política Económica y Social-CONPES).

Pero lo que puede considerarse como el primer estatuto de titularización es la resolución 1394 de 1993 de la Superintendencia de Valores, que recogió y mejoró lo establecido en primer término en la Ley 35 de 1993 y en segundo lugar en las resoluciones 645 de 1992 y 455 de 1993 de la Superintendencia de Valores, y cuyos conceptos están involucrados hoy en día en la Resolución 400 de la Sala General de la Superintendencia de Valores. Fue dicha resolución la que estableció la 'bursatilización' de los títulos emitidos en procesos de titularización cuando exigió la inscripción de los mismos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

TABLA 1
PRINCIPALES NORMAS SOBRE TITULARIZACIÓN

| NORMA | PRINCIPALES ASPECTOS |
|--|--|
| SALA GENERAL DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES | |
| Resolución 645 de 1992 | Desarrolla la normatividad inicial sobre titularización: permite la movilización de títulos de deuda pública, créditos de entidades financieras, contratos de <i>leasing</i> , inmuebles y acciones y bonos inscritos en el RNV. |
| Resolución 1394 de 1993 (derogó la Resol. 645) | Agrega activos a los anteriores: es posible hacer titularización sobre títulos inscritos en el RNV, documentos de crédito, rentas o flujos de caja predecibles con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos, obras de servicios públicos y flujos provenientes de contratos de <i>leasing</i> . Autoriza a la Sala General para agregar cualquier flujo de caja predecible, lo cual se relaciona con el conocimiento del tiempo futuro en que se generará el flujo y el conocimiento de índice de siniestralidad. Establece: las vías jurídicas para la titularización; las partes del proceso; la valuación del patrimonio o fondo, entre otros. |
| Resolución 1533 de 1993 | Regula las operaciones de las sociedades comisionistas de bolsa. |
| Resolución 1032 de 1994 (modificó la Resol. 1394) | Se someten al mercado público de valores las operaciones de venta de derechos fiduciarios o de fraccionamiento de derechos de beneficio del sector inmobiliario que estaban en circulación; se aclaran las vías jurídicas para la titularización estableciendo que son solamente los contratos de fiducia mercantil irrevocable y los contratos de mandato sin representación en virtud de los cuales se administran los fondos de valores (MANRIQUE, 1996); define los tipos de títulos que pueden emitirse. |
| Circular externa 017 de 1994 (Superintendente de Valores) | Precisó los términos de las dos resoluciones anteriores. Estableció que en el caso de fondos de valores solamente puede tratarse de los de carácter cerrado; en el caso de emisión de bonos, debe regirse por lo establecido en la resolución 1394, y no en la 1242 de 1993 ¹ , y que no requieren calificación (Resol. 10 de 1991 CNV) cuando se trate de títulos avalados por un establecimiento de crédito. |
| Resolución 608 de 1990 | Estableció el régimen de constitución y administración de los fondos de valores. |
| Resolución 400 de 1995 (unifica las normas de la Sala General; modifica las normas de oferta pública) | <ul style="list-style-type: none"> • Procesos de titularización (Título Primero de la Parte Primera). • Las titularizaciones pueden ser ofrecidas en el segundo mercado (Título Cuarto de la Parte Primera). • Titularizaciones pueden llevar a cabo bajo el régimen de inscripción anticipada y oferta pública (Capítulo Tercero del Título Segundo de la Parte Primera). |

| NORMA | PRINCIPALES ASPECTOS |
|--|---|
| <p>Resolución 822-1 de 1999 (titularización agropecuaria)</p> <p>Resolución 70 de 2002 (modifica el régimen de los fondos de valores)</p> <p>Resolución 775 de 2002 (Superintendente de Valores)</p> | <ul style="list-style-type: none"> • Obligación de calificación de los trámites de titularización (Capítulo Primero del Título Tercero de la Parte Segunda). • Ofertas de valores en el exterior (Sección IX del Capítulo Segundo del Título Segundo). • Segundo Mercado (Título Cuarto). <p>Establece la posibilidad de estructurar procesos a partir de productos agropecuarios y agroindustriales. Establece como requisitos la existencia de una valoración de los productos con métodos de reconocido valor técnico elaborada por evaluadores independientes; los productos deben estar libres de gravámenes, condiciones resolutorias o limitaciones de dominio, y si el flujo constituye factor preponderante de la rentabilidad deben incorporarse mecanismos de cobertura internos o externos por 1 y 1/2 veces el coeficiente de desviación del flujo.</p> <p>Dirige la regulación de los fondos de valores a estándares de gobierno, transparencia y rendición de cuentas; define fondos cerrados, abiertos y escalonados; establece obligación de contrato y prospecto, política de inversiones y política de riesgo; determina obligaciones de información a los suscriptores; establece la calificación de crédito y mercado y operativa para los fondos; entre otros.</p> <p>Reglamenta la emisión de títulos hipotecarios y a las sociedades titularizadoras, entre otros mecanismos establecidos en la Ley 546 de 1999. Determina que podrán emitirse títulos hipotecarios representativos de derechos sobre <i>universalidades</i> constituidas con créditos de vivienda, derechos sobre dichos créditos incluidas sus garantías, bonos hipotecarios o títulos emitidos en procesos de titularización.</p> |
| OTRA REGULACIÓN | |
| <p>Leyes 45 de 1990 y 35 de 1993</p> <p>Ley 80 de 1993</p> <p>Ley 546 de 1999</p> <p>Código de Comercio artículos 1226 y siguientes.</p> <p>Resoluciones 2053 y 3056 de la Superintendencia Bancaria</p> | <p>Posibilidad de desarrollar mecanismos de titularización por parte de las sociedades fiduciarias (fondos comunes) y las sociedades comisionistas de bolsa (fondos de valores).</p> <p>Regulación de los negocios fiduciarios públicos y los procesos de titularización en que obra como originador una entidad pública.</p> <p>Establece la financiación de cartera hipotecaria mediante la emisión de títulos hipotecarios y la constitución de sociedades titularizadoras (entre otros).</p> <p>Regulación del contrato de fiducia mercantil.</p> <p>Régimen de evaluación y calificación de cartera de crédito para las instituciones financieras colombianas.</p> |

| NORMA | PRINCIPALES ASPECTOS |
|---|--|
| Circular 038 de 1990 de la Superintendencia Bancaria | Precisa los términos de los negocios fiduciarios públicos a partir de la Ley 80 de 1993. |
| Decreto 1720 de 2001 Circular 7 de la Superintendencia Bancaria (básica jurídica) | Establece ponderación de activos por riesgo y patrimonio técnico de las entidades financieras. Entre otros aspectos, se estipula que los derechos fiduciarios representativos de activos titularizados ponderan según la categoría del activo subyacente (50% para cartera hipotecaria); en caso de que los mecanismos de seguridad que se empleen eliminen totalmente el riesgo para el originador, la ponderación será del 0%, y del 150% si se mantiene dicho riesgo; si el patrimonio técnico sufre deterioro, este debe ser reconocido. |
| Circular 100 de la Superintendencia Bancaria (básica contable) | Establece el plan único de cuentas y las normas de contabilidad de las entidades financieras. |
| Circular 033 de 2002 de la Superintendencia Bancaria y Resolución 550 de 2002 de la Superintendencia de Valores | Norma conjunta sobre valoración de inversiones a precios de mercado para todas las entidades vigiladas. |

Fuente: Boletín de Hacienda Capítulo Superintendencia de Valores; Normas de Origen Régimen del Mercado Público de Valores; Superintendencia de Valores (1996), *Titularización, una ventana a la modernización financiera*; Página Internet de la Superintendencia de Valores, sección normatividad.

La regulación que empezó a desarrollar la Comisión Nacional de Valores y después la Superintendencia de Valores² abrió el camino definitivo para la emisión de títulos respaldados con diversas clases de activos, de enorme potencial en tanto, por la experiencia internacional, se trataba de papeles muy líquidos y que permitían acopiar recursos de financiación a costos que podían ser menores a los del crédito tradicional³.

Al respecto, de acuerdo con ARISTIZÁBAL (1992), existen varios antecedentes de la titularización en el ámbito internacional, entre los que se encuentran los *pass-through* utilizados en los Estados Unidos para la movilización de cartera respaldada con hipotecas y a partir de los cuales se desarrolló el mercado secundario de hipotecas en ese

país⁴; los *fonds communs de creances* de Francia o fondos que emiten títulos de propiedad, las sociedades de quiebra remota utilizadas en Inglaterra que permiten también movilizar hipotecas; las participaciones hipotecarias en España o las experiencias con titularización en México o el Japón. De hecho, la titularización se convirtió en un instrumento básico en la globalización de los mercados financieros, basado en ventajas como la reducción de riesgo para los inversionistas, la certeza en los pagos dados los flujos de caja más homogéneos, la posibilidad de mejorar la calidad crediticia de los papeles y la posibilidad de ampliar la base de inversionistas, entre otros.

Estos antecedentes fueron tenidos en cuenta en el proceso regulatorio que siguió

la Superintendencia de Valores para la titularización. Este en sus inicios tuvo varias consideraciones (URIBE, 1995 a):

En primer término, se ponderó la importancia que tendría para las entidades de crédito, uno, la posibilidad de multiplicar su capacidad de crédito sin que se vieran abocadas a incrementar su patrimonio técnico, dos, mejorar sus posibilidades de gestión de riesgo al reducir el *gap* de plazos, y tres, propiciar una mayor especialización de las entidades en comercialización de crédito y evaluación de riesgos.

En segundo lugar, pensando en las posibilidades que para el desarrollo del mercado de valores tendría dar cabida a las innovaciones que se venían presentando en el mercado internacional, se quiso dar la posibilidad de titularizar cualquier flujo de caja que fuera predecible, con la salvedad de que se debían establecer en forma adecuada los índices de siniestralidad correspondientes, así como las garantías y seguridades que dieran confianza a los procesos.

En tercer término, dado que al principio los procesos no parecían avanzar mucho, y entendiendo que tal cosa se debía, uno, al desconocimiento de la figura por parte de los inversionistas, originadores y aun estructuradores, y dos, a posiblemente unos indicadores de siniestralidad excesivos, se hizo una promoción de estos nuevos productos por parte de las bolsas y del regulador / supervisor dentro de la función que le compete, y un seguimiento cercano a la implantación de la normatividad con el fin de flexibilizarla de acuerdo con la dinámica del mercado, pero sin perder de vista la tutela debida a los inversionistas, e introducirle herramientas de medición de riesgo.

En tal sentido, se disminuyó la cobertura exigida sobre el índice de siniestralidad, del 300 al 150%; se dio la posibilidad de autorizar titularizaciones de menos de un año; se permitió redimir parcialmente las emisiones por encima del 30%, también en períodos de menos de un año; se permitió la negociación de la porción subordinada de una emisión en el entendido de que hay inversionistas más propensos al riesgo; se autorizó la titularización de fondos comunes ordinarios; en el caso de la titularización inmobiliaria se dio la posibilidad de complementar la financiación con recursos de créditos obtenidos con base en garantías derivadas del mismo proyecto, se amplió la oferta de activos titularizables dándose además la posibilidad de estructurar procesos mixtos; se propendió por ajustar más el desarrollo de los procesos a las necesidades de los inversionistas; y por último, se ajustaron las normas de valoración de portafolios a precios de mercado (URIBE, 1995 b).

Una preocupación constante de los reguladores fue la información al mercado y la dotación a los inversionistas de herramientas de medición del riesgo. En este punto jugó un papel fundamental la regulación sobre calificación de valores, tanto en primera instancia la obligación de calificar determinados activos financieros, entre ellos los títulos provenientes de procesos de titularización, como en segundo término el requerimiento de adquirir títulos calificados por parte de los inversionistas institucionales.

En cualquier caso, los ajustes a las normas de titularización pretendieron ajustar la figura a la realidad colombiana, y darle la debida flexibilidad de manera que se atendieran las necesidades de recursos de los originadores, teniendo presente la ne-

cesidad de mejorar la calidad de la información al mercado. Igualmente, existió permanente preocupación por crear un ámbito de confianza en los procesos (de ahí la relevancia de las coberturas y seguridades, del cálculo de los índices de siniestralidad y de los mecanismos para determinación de los precios, como es el caso de los avalúos), y por establecer y mantener principios de estandarización y desmaterialización de los *títulos mobilizadores* como se les ha denominado en la literatura (CARVAJAL, 1996).

De otro lado, un aspecto que fue crucial en el desarrollo de la titularización que involucraba como originadores a entidades financieras fue la definición de la ponderación por riesgo de los activos y del patrimonio técnico cuando sacaban de sus balances activos titularizables, así como de las inversiones que podrían realizar tales entidades en papeles resultantes de procesos de titularización, incluyendo las porciones subordinadas de las emisiones.

Además, dentro de las cuestiones que suscitaban inquietud de los reguladores y que hoy aun parece no haberse resuelto del todo, está el papel crucial que juega la estructuración de los procesos, los canales de distribución de los títulos y la estandarización de los mismos. De hecho, existió permanente preocupación por el bajo índice de colocación de algunas de las emisiones autorizadas, además de que algunas de dichas emisiones finalmente nunca salieron al mercado, y más recientemente por la falta de liquidez secundaria de varias de las ofertas.

Los puntos relativos a la distribución de los títulos en el mercado, la estructuración de los procesos según las necesidades de los inversionistas y el acceso de los mismos a las emisiones, han sido tocados en varios

estudios (cfr. por ejemplo Misión, 1996), con base en los cuales se concluyó que era necesario desarrollar los mecanismos de banca de inversión. Al respecto, hoy en día se plantea que existe la necesidad de regular la banca de inversión como actividad relevante del mercado de valores en Colombia.

Con relación a la baja liquidez de las titularizaciones tradicionales en el mercado secundario, estos títulos quedaron cobijados recientemente por una norma que obligó a la estandarización de las principales características financieras de las emisiones de valores de deuda⁵. Sin embargo, hay dos puntos que es importante considerar: uno, algunos inversionistas que toman posiciones en titularización tradicional prefieren mantener los títulos hasta su vencimiento, y dos, es posible que el alcance de la norma no haya sido suficiente en tanto no estandarizó los montos de las emisiones ni las fechas de pago de los intereses. Es de anotar que la desmaterialización obligatoria de los títulos provenientes de procesos de privatización pudo haber sido un elemento importante para la liquidez de estos títulos en el mercado secundario.

Igualmente, un punto muy debatido y que se consideró crucial en el desarrollo de la titularización es el correspondiente a la regulación contable, tanto para los originadores como para los agentes de manejo y aun para los inversionistas, y uno de cuyos aspectos fundamentales es la efectiva separación contable de los activos titularizados de los demás activos del originador y de quien los adquiere. De hecho, el desarrollo completo de la titularización tradicional solamente fue posible en tanto se desarrollaron estos aspectos, incluidos los referentes a las provisiones de las entidades

financieras cuando estas eran las originadoras de los procesos.

De otro lado, también suscitó preocupación la limitación que podría significar para el desarrollo del mecanismo las restricciones a la adquisición de estos títulos por parte de los inversionistas institucionales, planteándose la necesidad imperiosa de eliminar dichas barreras y simplificar la regulación aplicable. La Misión (1996) calculó en su momento en 850.000 millones de pesos el potencial de adquisición de *títulos mobilizadores* por parte de estos inversionistas, lo cual generaba una brecha en relación con la oferta de activos titularizables, que se estimó en 15 billones de pesos. Este desbalance se estableció como característica de los países en desarrollo y de mercados de capitales estrechos como el de Colombia.

En cuanto a los vehículos escogidos para realizar los procesos de titularización, tradicionalmente se asumió en las normas colombianas que los mismos se podían realizar con el concurso de patrimonios autónomos, esto es, con la participación de sociedades fiduciarias u otros entes autorizados para constituirlos, quienes actuaban como agentes de manejo. Es así como se definió la titularización como aquella que "designa un mecanismo jurídico y financiero compuesto por la intervención de varios sujetos y la realización de diversos actos jurídicos, con la finalidad económica de dar rotación a activos ilíquidos mediante la constitución con los mismos de un patrimonio autónomo en contra o con cargo al cual se emiten y ofrecen públicamente títulos valores representativos de derechos cuyo pago se realiza con un flujo generado por el ente económico a quien pertenecían inicialmente los activos o por el mismo patrimonio autónomo" (CARVAJAL, 1996).

En efecto, desde el principio, la regulación de la titularización en Colombia buscó dar seguridad a una figura novedosa que por desconocida generaba poca confianza a los inversionistas. Es así como se partió de la base de que uno de los negocios jurídicos que se debía realizar era la constitución de un patrimonio autónomo, como forma de 'aislar' los activos titularizados del resto de los activos del originador, el cual al principio podía tratarse de una fiducia mercantil o pública irrevocable en ambos casos, de un fondo común especial (en últimas una modalidad de fiducia) o de un fondo de valores.

Sin embargo, más recientemente se ha establecido una modalidad de titularización directa, consistente en la posibilidad para los bancos hipotecarios y otras entidades autorizadas para emitir títulos hipotecarios, para *mobilizar* la cartera de vivienda. En efecto, la Ley 546 de 1999 estableció dos posibilidades adicionales a la titularización tradicional para dotar de recursos de financiación a los créditos para la adquisición de viviendas, a plazos acordes con los de los mismos: uno, la transferencia de dicha cartera, junto con sus garantías, a sociedades titularizadoras; o dos, la realización, en forma directa, de la emisión de los títulos.

Una de las características relevantes de la regulación de los títulos hipotecarios es lo que se denomina el '*aislamiento concursal*', según el cual, los activos subyacentes en estos procesos quedan afectos única y exclusivamente a los títulos hipotecarios y no entran dentro de la masa de una entidad originadora en liquidación. Precisamente respecto de la emisión directa de títulos hipotecarios y de otras formas de titularización, la Ley 546 estableció que "[c]uando en desarrollo de la autorización se movili-

cen activos de manera directa [...], se entenderá que los activos transferidos no se restituirán al patrimonio del originador ni al del emisor, en los casos en que este se encuentre en concordato, liquidación, o cualquier otro proceso de naturaleza concursal”.

El vehículo utilizado en este caso para la movilización de los flujos de fondos provenientes de los activos titularizados se denomina ‘*universalidad*’, la cual se conforma con los créditos subyacentes a los títulos emitidos, incluyendo las hipotecas constituidas para garantizar dichos créditos, los derechos sobre los contratos de seguros que amparan los bienes hipotecados o la vida de los deudores, los activos o derechos que representan los mecanismos de seguridad o apoyo crediticio, y los flujos y rendimientos provenientes de dichos activos, entre otros. La ley establece que dicha universalidad es indivisible, ya que no es posible para los propietarios de los títulos que representan los derechos en la misma, pedir que esta les sea repartida.

En uno u otro caso, lo interesante de los *títulos movilizados* es la posibilidad de representar derechos de propiedad en instrumentos que van a ser negociados en el mercado de valores, los cuales, a la vez que permiten dar movilidad a activos ilíquidos o recaudar flujos de fondos futuros, representan un importante potencial de oferta de instrumentos negociables y por ende de alternativas para los inversionistas con diferentes posiciones frente al riesgo.

Este mecanismo permite acercarse a la definición moderna de *valor*, que supera las características formales que tiene el título valor del Código de Comercio, y sobre la cual se vienen construyendo las regulaciones de los mercados en el mundo. Es así

como los títulos emitidos en desarrollo de procesos de titularización tienen las características y prerrogativas de los títulos valores, esto es, deben mencionar el derecho que incorporan y la firma de quien los crea, pero adicionalmente deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores y ser susceptibles de ser colocados mediante oferta pública.

Al respecto, actualmente las leyes del mercado en el mundo se dirigen a considerar que valor es todo aquel instrumento, documento o producto financiero que permite representar derechos de propiedad, que por sus características estandarizadas es susceptible de ser negociado en los mercados organizados, y que en consecuencia posibilita en mejor forma la transferencia de la riqueza en una economía. Esta definición es más amplia que aquella basada en la emisión de más de veinte documentos (masiva), la incorporación de un derecho y la vocación circulatoria, y permite establecer en una forma más clara la intervención del Estado sobre todas las actividades que signifiquen captación de recursos del público, independientemente de su forma⁶.

Según la regulación colombiana los títulos emitidos en procesos de titularización pueden ser de cuatro clases, tres de ellas correspondientes a la titularización tradicional:

- Títulos corporativos o de participación, con los que el inversionista adquiere una parte alícuota del patrimonio autónomo o fondo y participa de las utilidades o pérdidas que este genera. Es posible redimir estos títulos antes de la extinción del patrimonio autónomo o fondo, en caso de la liquidación de los bienes o activos titularizados.
- Títulos de contenido crediticio, que incor-

poran derechos por la cancelación del capital o de los intereses según las condiciones señaladas en el título. Estos títulos se asemejan a los que antes se denominaban títulos de renta fija, y los activos que conforman el patrimonio autónomo respaldan el pasivo con los inversionistas.

– Títulos mixtos, que mezclan los dos tipos anteriores. Estos títulos pueden contemplar una rentabilidad mínima o un límite máximo de participación en las utilidades, o las dos, o pueden incorporar derechos de participación amortizables.

– Títulos hipotecarios que pueden ser emitidos solamente por los bancos hipotecarios y otras entidades autorizadas, eventualmente en forma directa, y pueden ser utilizados solamente para movilizar cartera hipotecaria, la cual, junto con las hipotecas que la respaldan constituyen el subyacente de los mismos, representado en *universalidades*, como ya se mencionó.

En los tres primeros casos correspondientes a la titularización tradicional, los títulos no pueden redimirse antes de un año, pero pueden contemplar amortizaciones parciales antes de un año hasta por el 30% del capital. Sin embargo, la Superintendencia de Valores puede autorizar redenciones anteriores al año o amortizaciones parciales superiores al 30% si las características y flujos así lo requieren. En el caso de los títulos hipotecarios la ley prevé la posibilidad de realizar su redención anticipada en el caso de presentarse prepagos de la cartera subyacente, para lo cual se establecen sorteos entre los tenedores de los títulos.

De otro lado, no pueden emitirse *títulos mobilizadores* a plazos superiores al del patrimonio autónomo o fondo. En el caso de los títulos hipotecarios el plazo mínimo es de

un año, y es posible establecer cupones que den derechos al pago del capital y rendimientos, los cuales pueden ser negociados por separado.

Adicionalmente, los títulos emitidos en procesos de titularización tradicional y los títulos hipotecarios deben estar calificados para su inscripción en el RNV. En el caso de la titularización tradicional se exceptúan los que estén avalados o garantizados por un establecimiento de crédito o una entidad aseguradora, los títulos de participación emitidos por fondos comunes especiales o fondos de valores, y los emitidos por patrimonios autónomos constituidos con acciones o con títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación o por el Banco de la República.

En la titularización tradicional es necesario incorporar mecanismos de seguridad o de apoyo crediticio que cubran al menos una y media veces el índice de siniestralidad o el coeficiente de desviación del flujo de caja, en el caso de activos generadores de flujos de fondos. Los mecanismos de cobertura pueden ser internos o externos y se pueden aplicar alternativamente o en forma combinada. En el caso de los títulos hipotecarios, se pueden constituir garantías especiales como apoyo a la emisión⁷, y en cualquier caso la garantía de los mismos está constituido por el *pool* de hipotecas de los créditos subyacentes.

Respecto del índice de siniestralidad o coeficiente de desviación del flujo, este se deriva de la evaluación del impacto que tienen determinadas variables sobre los resultados del proceso. Para su cálculo se deben realizar proyecciones de los resultados económicos bajo distintos escenarios, en los que se presente riesgo de pérdida o de desajuste con respecto a las condiciones exter-

nas y / o internas que afecten drásticamente las estimaciones iniciales. En el caso de los títulos hipotecarios, un elemento fundamental del cálculo del riesgo de los títulos es el correspondiente al prepagado de los créditos subyacentes.

Para títulos que se negocien en el segundo mercado la normatividad establece que no tendrán que incorporar mecanismos de cobertura, debiendo ser calificados o avalados o garantizados por establecimientos de crédito o entidades aseguradoras sujetas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Bancaria.

Por último, en cuanto a su negociación, para el caso de los títulos hipotecarios la ley dispuso la posibilidad de que fueran negociados directamente por los inversionistas, quienes podrían acudir directamente a la plataforma de negociación de la bolsa. Esta es una manifestación del fenómeno de *desmutualización* de estos foros de negociación, según la cual, no sería necesario contar con el concurso de comisionistas para la negociación de los títulos, ampliando así el acceso de los agentes al mercado⁸.

En cualquier caso, se puede decir que la regulación a dado respuesta a las necesidades de los agentes del mercado que utilizan este medio de obtención de recursos, haciendo posible que la titularización se constituya en un mecanismo muy versátil para la financiación de la actividad económica y en una opción importante para la conformación de los portafolios de los inversionistas. Sin embargo, el mecanismo tiene aun un potencial muy grande por desarrollar, tanto desde el punto de vista del *stock* de activos titularizables como de la capacidad de los inversionistas institucionales para absorber emisiones de títulos, por lo que es conveniente continuar monitoreando la pertinencia

de la regulación aplicable con el fin de ajustarla y / o concluirla en aquellos aspectos que aun estén pendientes.

II. IMPACTO DE LA TITULARIZACIÓN EN EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES

A. El mercado primario

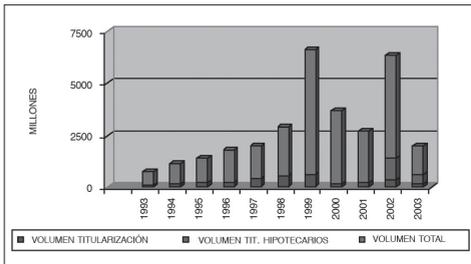
El inicio de la titularización fue muy lento, como se puede corroborar en las cifras sobre titularizaciones aprobadas en los primeros años de vigencia de la regulación. Sin embargo, a principios de la década de los noventa del siglo pasado las aprobaciones de *títulos mobilizadores* estuvieron en los primeros lugares dentro de las ofertas públicas para el mercado primario.

Sin embargo, las colocaciones efectivas de los títulos fueron escasas, si se atiende a las estadísticas publicadas. Por ejemplo, de un total autorizado a emitir en 1994 y 1995 por cerca de 250.000 millones de pesos, se habían colocado a mediados de este último año solamente 72.260 millones, un 30%, en su mayoría al sector financiero, lo cual además contradujo los objetivos propuestos que pretendían dar una respuesta a las limitaciones estructurales del mercado financiero, abriendo el mercado de valores al público en general (URIBE, 1995 c).

Este bajo desarrollo de la titularización, aunque contribuyó a incrementar la escasa oferta de títulos en el mercado, que es una de las características del mercado público de valores en Colombia, y se constituyó en una opción para los inversionistas institucionales, no permitió superar las condiciones de iliquidez y tamaño pequeño del mismo ni ha tenido un efecto significativo en la movilización de activos titularizables,

tal vez con la excepción de la cartera hipotecaria de vivienda, como se verá más adelante. Es posible que esto haya obedecido, de un lado, a las restricciones regulatorias que ya se mencionaron (limitaciones al acceso de los inversionistas institucionales, lentitud en la regulación contable, entre otros), y de otro, a los bajos estándares de la infraestructura del mercado, situaciones que se han venido superando en los últimos años.

GRÁFICO 1
OFERTAS PÚBLICAS AUTORIZADAS



* 2003 hasta agosto. El volumen total de ofertas autorizadas no incluye las correspondientes a bonos emitidos por entidades del sector financiero (de inscripción automática).

Fuente: Superintendencia de Valores. Informes página Internet.

Al respecto, la Misión (1996) realizó en su momento recomendaciones tendientes a incentivar la utilización de este mecanismo, con el fin de aprovechar sus ventajas. Dichas recomendaciones, que fueron tenidas en cuenta en la regulación, fueron, entre otras: desarrollar una metodología para el cálculo de los índices de siniestralidad, completar los vacíos existentes en las normas, recalcar la separación del riesgo de los activos titularizados de los demás activos del originador, terminar la reglamentación contable y promover el desarrollo de las sociedades titularizadoras. También se consideró como muy importante el desarrollo del mercado secundario.

Hasta julio de 2003 la Superintendencia de Valores había autorizado titularizaciones por valor de 4.791.475 millones de pesos corrientes, incluyendo en dicha suma emisiones de títulos hipotecarios por parte de la Titularizadora de Colombia en 2002 y 2003 por valor de 1.546.054 millones de pesos. Exceptuando los dos últimos años, el de mayores aprobaciones en titularización fue 1999 con 621.657 millones de pesos, un 10.4% del total de ofertas en dicho año, al paso que el año de mayor representatividad del mecanismo fue 1997 con el 28,6% del total de ofertas aprobadas para mercado primario. Estos porcentajes se incrementaron sustancialmente con la aparición de los títulos hipotecarios, de manera que contando con éstos el total de ofertas de titularización aprobadas en 2002 fue del 28,5% del total de ofertas en primario, y hasta agosto del presente año del 46,8%.

De todas maneras, contando la emisión de títulos hipotecarios por parte de la Titularizadora de Colombia, más de la mitad de los títulos autorizados a emitir en procesos de titularización ha correspondido a cartera de créditos hipotecarios. (953.079 millones de pesos en titularización tradicional y 1,5 billones en títulos hipotecarios). Esto implicaría un importante potencial para la organización de un mercado de títulos hipotecarios, en la vía de conformar un mercado secundario de hipotecas como los que existen en países de mayor desarrollo.

Respecto de los volúmenes emitidos en procesos de titularización, son de resaltar dos aspectos adicionales: uno, el volumen de títulos inmobiliarios emitidos para activar flujos de arrendamientos (611.609 millones de pesos), y las titularizaciones de productos agropecuarios (100.918 millones

de pesos), que son las más recientes y que han iniciado un interesante proceso de transferencia de ahorro al sector primario de la economía.

De esta forma, las posibilidades de que la titularización continúe contribuyendo al desarrollo del mercado de valores en el futuro son amplias.

B. El mercado secundario

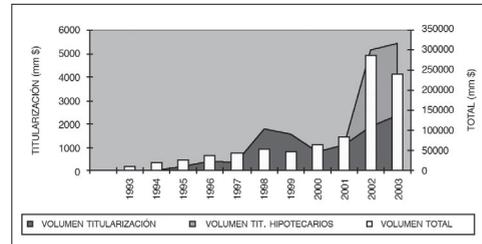
Durante sus primeros años de vigencia del mecanismo las negociaciones de títulos emitidos en procesos de titularización tuvieron un importante crecimiento. Es así como en 1995 las operaciones en títulos provenientes de procesos de titularización representaron 45 veces las de 1993, aunque fueron menos del 1% de las operaciones totales realizadas en ese momento a través de las tres bolsas de valores (que existieron hasta 2001 y se unificaron en julio de dicho año).

De otro lado, entre 1995 y 1998 las negociaciones en títulos procedentes de procesos de titularización presentaron un incremento de casi 10 veces, y ya para el último de dichos años representaron el 3.3% del total del mercado por bolsa. Pero a partir de ese momento se presentó una disminución en las negociaciones, del 11% en 1999 y del 49% en 2000, bajando la proporción con relación al mercado al 1,3% del volumen total negociado en el mercado secundario en el último de dichos años.

Ahora bien, con la entrada en vigencia de la regulación de títulos hipotecarios se presentó un fuerte repunte de las titularizaciones, de manera que para 2002 se transaron en el mercado electrónico colombiano, que centralizó a fines de 2001 las negociaciones de títulos de deuda pública y privada, 3,3 billones de pesos en estos títulos, a

los que hay que agregar 1.9 billones de títulos de titularización tradicional. Sin embargo, ante el fuerte crecimiento del mercado total, que pudo obedecer precisamente a dicha centralización, la proporción correspondiente a la titularización como un todo fue de apenas del 1,8% el año anterior.

GRÁFICO 2
MERCADO BOLSA Y MEC



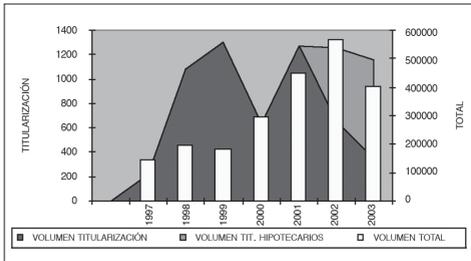
* 2003 hasta agosto.

Fuente: Superintendencia de Valores.

Las perspectivas para 2003 indican que la situación podría mejorar, dado que para agosto ya se habían realizado transacciones en el MEC por 2.3 billones de pesos en titularización tradicional y de 3.1 billones de pesos en títulos hipotecarios. Con esto, la proporción con respecto al mercado total se incrementó al 2.3%, que aunque baja indica un proceso de fortalecimiento de este mecanismo de financiamiento e inversión.

De otro lado, tanto los títulos procedentes de procesos de titularización tradicional como los títulos hipotecarios emitidos por la Titularizadora de Colombia han tenido algún movimiento en el sistema de registro o mercado mostrador, desde que este fue creado en 1997. Al respecto, el año de mayor representatividad de las titularizaciones en el OTC fue 1999, con el 0,7% de los traspasos registrados en este mercado. Sin embargo, al tiempo que las operaciones con estos títulos se incrementaron en el sistema de negociación MEC, disminuyeron en el OTC.

GRÁFICO 3
MERCADO OTC



* 2003 hasta agosto. Registros en Enlace / Inverlace.
Fuente: Superintendencia de Valores.

III. IMPACTO DE LA TITULARIZACIÓN EN LA FINANCIACIÓN DE LOS SECTORES ECONÓMICOS

De las tres formas de titularización inicialmente aprobadas, esto es, la transferencia de bienes y activos para constituir con ellos un patrimonio autónomo mediante un contrato de fiducia mercantil irrevocable; la constitución de fondos o de patrimonios con sumas de dinero destinados a la adquisición del bien o activo objeto de la titularización, y la utilización de fondos de valores, la mayor parte de los procesos de titularización tradicional han utilizado el primero de dichos mecanismos. En su mayoría en los procesos se han emitido títulos de contenido crediticio, mientras que los de participación o los mixtos han sido menos utilizados.

A continuación se presenta la evolución de los diferentes tipos de titularización desde 1993, indicando su impacto en la financiación del respectivo sector:

A. Titularización de cartera de créditos

De acuerdo con la regulación, es posible titularizar créditos hipotecarios para la construcción o adquisición de viviendas, tarjetas

de crédito por parte de entidades bancarias y crédito comercial por parte de empresas del sector real. Una de las principales ventajas de este tipo de titularización es que existe relativa homogeneidad en los activos a movilizar, así como estadísticas que hacen de este el activo titularizable por excelencia.

En el caso de las entidades financieras, se estipula que la clasificación de los créditos debe realizarse de acuerdo con las normas sobre evaluación de cartera expedida por la Superintendencia Bancaria, la cual debe estar certificada por el revisor fiscal. Además, para la determinación del índice de siniestralidad, se establecen unas pautas con el fin de orientar y facilitar su cálculo, teniendo en cuenta, entre otras, variables como el porcentaje de cartera castigada durante los últimos tres años, la cartera en mora por edades, la existencia de garantías, los riesgos previsibles, entre otros.

Cuando la cartera tiene menos de tres años, el índice de siniestralidad se calcula sobre la cartera general del originador del mismo tipo de la que se pretende titularizar. Cuando sea cartera de menos de tres años se toma el mayor valor entre el calculado para toda la cartera del mismo tipo y el que corresponde a la cartera a titularizar.

1. Titularización de cartera hipotecaria

Este es el activo que ha sido más utilizado en los procesos de titularización, tal como ya se mencionó. Así, frente a un stock de créditos hipotecarios para vivienda concedido por las entidades financieras que supera los 13 billones de pesos, las emisiones de titularización tradicional actualmente en circulación sumadas a las de títulos hipotecarios se aproximan a los 2,1 billones de pesos. Estos títulos han sido adquiridos por inversionistas institucio-

nales como los fondos de pensiones y por las entidades financieras.

Como ha sucedido en otros países en donde se han desarrollado los mercados secundarios de hipotecas, la titularización ha tenido algún efecto de estandarización de las condiciones en las cuales son concedidos los créditos a ser movilizados. En cualquier caso, estas condiciones se suele medir con los denominados *mortgage scoring*, que incluyen variables como la relación valor del crédito a valor de la garantía (*loan to value*), la relación cuota mensual a ingresos del deudor (*payment to income*), el tipo de inmueble financiado, la clasificación socioeconómica de los deudores, entre otros, variables que juegan un importante papel en la estructuración de los procesos y que, de lograrse índices de homogeneidad en las mismas, podrían llevar a una reorganización de las entidades de crédito, y más aun, a la disminución de los costos de concesión de los créditos hipotecarios, en beneficio de los deudores.

Igualmente, es posible estructurar emisiones en las cuales se combinen diferentes riesgos de los créditos subyacentes, y además es posible realizar procesos de retitularización, en los cuales el subyacente son títulos ya emitidos.

Durante los últimos 10 años se aprobaron doce titularizaciones tradicionales de cartera hipotecaria por valor de 953.078 millones de pesos. Es notorio el descenso en este tipo de autorizaciones desde 1999, lo cual pudo obedecer a dos situaciones: uno, la disminución en la actividad edificadora y consecuentemente en la concesión de créditos para construcción y adquisición de viviendas por parte de los bancos hipotecarios, y dos, las expectativas generadas por la expedición en dicho año

de la Ley 546, que permitió la emisión de títulos hipotecarios directamente por dichas entidades o por las sociedades titularizadoras, lo cual empezó a hacerse efectivo una vez completada la reglamentación en 2002.

Excepto por la titularización autorizada a Granahorrar en 1998 que finalmente no salió al mercado y el fideicomiso FTH también de Granahorrar de 1994, los procesos de titularización hipotecaria han sido colocados en un 100%, estando así entre los de mayor efectividad. De esta forma, cerca de 600.000 millones en titularización de cartera hipotecaria tradicional se encuentran actualmente en circulación.

De otro lado, en 2002 y 2003 se han autorizado tres emisiones de títulos hipotecarios de la Ley 546 de 1999 por valor de 1.531.293 millones de pesos.

Respecto de estos títulos, es de resaltar que la ley estableció para los mismos, al igual que para los bonos hipotecarios autorizados en el mismo cuerpo normativo, una exención al impuesto de renta para los procesos que se realizaran en los cinco años siguientes a la expedición de la ley, situación que bien pudo haber influido en la apetencia de los compradores.

Las ventajas de este tipo de titularización son varias. De un lado, a la vez que reducen el capital de riesgo para el originador, permiten solucionar el *gap* de plazos y reducir el descalce de tasas de las entidades financiadoras de los créditos en primario, dando medios de solución a una de las principales causas de la crisis hipotecaria que vivió el país al finalizar la década de los noventa del siglo XX. En segundo término, constituyen una opción acorde con los plazos a los que deben mantener los recursos de sus afiliados y suscriptores inversionistas de lar-

go plazo como los fondos de pensiones, o las compañías de seguros para la inversión de sus reservas técnicas. Por último, contribuyen a la disminución de los márgenes de intermediación del sistema financiero, con evidentes beneficios para los deudores hipotecarios.

TABLA 2
AUTORIZACIONES DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA HIPOTECARIA

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|---|------|----------------------------------|------------------|---|
| Fondo Hipotecario Colmena THC | 1994 | Cont. crediticio | 20.624 | |
| Fondo Tit. Hip. FTH-Granahorrar | 1994 | Cont. crediticio | 12.000 | |
| PA THD Fideicomiso | | | | |
| THD 94 (Banco Davivienda) | 1994 | Cont. crediticio | 23.905 | Emisión cancelada |
| 28-12-99 | | | | |
| Tit. Hipotecaria Granahorrar | 1995 | Cont. Crediticio | 44.000 | Amortización anticipada 27-12-99 |
| Titularización PA THD 95 (Banco Davivienda) | 1995 | Cont. crediticio | 33.794 | |
| PA Fideicomiso Conavi | 1995 | Cont. crediticio | 33.378 | |
| Fid. Cartera Hipotecaria Colmena 02-95 | 1996 | Cont. crediticio | 48.747 | Amortización anticipada 18-01-00 |
| PA THD Emisión 1996-1 (Banco Davivienda) | 1996 | Cont. crediticio | 51.215 | |
| PA THD Emisión 1996-2 (Banco Davivienda) | 1996 | Cont. crediticio | 39.542 | |
| Titularización Hipotecaria Granahorrar FTHC 1998-01 | 1998 | Cont. crediticio | 403.394 | No se realizó la oferta. Inscripción cancelada 13-10-99 |
| PA THD emisión 1998-01 (Banco Davivienda) | 1998 | Cont. crediticio / participación | 107.980 | |
| PA Bco Colpatría THBC-98 | 1999 | Cont. crediticio | 134.500 | OP por 70.000 mm |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

TABLA 3
EMISIONES DE TÍTULOS HIPOTECARIOS AUTORIZADAS

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|--------------------------------------|------|----------------------|------------------|--|
| Titularizadora Colombiana SA TIPS E1 | 2002 | Títulos hipotecarios | 478.901 | Créditos hipotecarios No - vis y un título vis |
| Titularizadora Colombiana SA TIPS E2 | 2002 | Títulos hipotecarios | 588.252 | Créditos hipotecarios vis |
| Titularizadora Colombiana SA TIPS E3 | 2003 | Títulos hipotecarios | 464.140 | Créditos hipotecarios No - vis |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

A E D

En cuanto a las perspectivas de este tipo de instrumento, puede ser una interesante alternativa de movilización de los activos hipotecarios en dos sentidos: en primer término, a diciembre de 2002 existían aproximadamente 11 billones de pesos en cartera hipotecaria en el balance de las entidades financieras, de los cuales algo más de 7 billones correspondían a cartera clasificada como normal; en segundo lugar, la titularización podría contribuir a resolver el problema de las daciones en pago, que a la misma fecha ascendían a 1.8 billones, (526.000 millones eran bienes destinados a vivienda), y de otros activos improductivos como la cartera de dudoso recaudo.

Con respecto a este último punto, sería conveniente evaluar la necesidad de, por una parte, ajustar la regulación para que haga posible la figura, y de otra, afinar los mecanismos de negociación y de valoración de los títulos en el mercado secundario y de sus subyacentes, para que faciliten tanto la entrada como la salida de los inversionistas locales e internacionales dispuestos a adquirirlos. Es de anotar que una figura como la titularización de esta clase de activos contribuiría enormemente en la solución de una de las principales situaciones que se derivaron de la crisis financiera, como es el alto volumen de este tipo de activos en poder de las entidades bancarias, previniendo así las consecuencias negativas que podría tener tal situación para el sector financiero y para la economía en general.

2. *Titularización de cartera de crédito*

En el período analizado se han aprobado diez titularizaciones de cartera de créditos por valor de 584.189 millones de pesos, correspondientes tanto a activos titula-

rizables por entidades financieras (como tarjetas de crédito) como por empresas del sector real, con claro predominio de los primeros.

El potencial de titularización de documentos que permiten la financiación de la actividad comercial por parte de entidades del sector real de la economía puede ser importante y está poco desarrollado. Sin embargo, son de resaltar los procesos mediante los cuales se titularizan los flujos provenientes de la venta futura de caña de azúcar.

Al respecto, uno de los segmentos que podría tener un mayor avance en el corto plazo puede ser el de las facturas de las compañías del sector agropecuario, que ya son descontadas en un buen volumen en la Bolsa Nacional Agropecuaria⁹.

En cuanto a la titularización de cartera comercial de los establecimientos de crédito, en particular de las tarjetas de crédito, puede constituirse también en un mecanismo importante de movilización de recursos para estas entidades. A diciembre 31 de 2002 el saldo de este tipo de cartera en el balance de las entidades financieras superaba los 2 billones de pesos.

B. *Titularización inmobiliaria*

La titularización inmobiliaria se constituyó en una interesante opción para la financiación del sector de la construcción, al mismo tiempo que permitió que la propiedad inmueble se constituyera en mecanismo de ahorro rentable para los inversionistas en la medida en que su valorización superaba el índice inflacionario (LÓPEZ ROCA, 1993).

Dentro de las consideraciones que se hicieron para el desarrollo de esta figura estuvo la pérdida de competitividad que

tenía el mercado inmobiliario frente al de capitales cuando se produjo la apertura de la economía, lo que le impedía generar inversiones para atender a flujos, que se esperaban crecientes, de recursos de inversión.

Tal cosa obedecía (GIRALDO, 1993) a la rigidez del sistema legal de la propiedad raíz, a procedimientos obsoletos de comercialización de los inmuebles y al poco desarrollo de los agentes inmobiliarios.

TABLA 4
AUTORIZACIONES DE TITULARIZACIÓN DE CARTERA DE CRÉDITOS

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|--|------|------------------|------------------|---|
| PA Fideicomiso CORFES | 1994 | Cont. crediticio | \$ 4.000 | |
| Fid. Bancafé - Fiduvalle | 1995 | Cont. Crediticio | \$29.000 | Títulos totalmente redimidos 13-09-99 |
| Fid. Carsa - Fiduvalle | 1997 | Cont. crediticio | \$ 5.000 | |
| Fid. Propal - Prim. Tit. Facturas Cambiarias | 1997 | Cont. crediticio | \$15.000 | Cancelada inscripción en RNV 24-04-00 |
| Fid. Banco Selfin | 1997 | Cont. crediticio | \$18.500 | |
| Fid. Orion Titulariz. | 1998 | Cont. crediticio | \$19.000 | |
| Cartera de Crédito | | | | |
| PA Fideicomiso TCE 2001 (Corfinsura) | 2001 | Cont. crediticio | \$88.582 | Créditos de largo plazo para la creación, fusión, reorganización o transformación de empresas o participar en capital |
| PA Fideicomiso TCE2 2001 (Corfinsura) | 2001 | Cont. crediticio | \$115.107 | |
| PA Fideicomiso TIFIS 2002 (IFI) | 2002 | Cont. crediticio | \$250.000 | Cartera comercial de segundo piso (IFI) |
| PA Azucar Ingenio La Cabaña | 2003 | Cont. crediticio | \$40.000 | Flujos futuros de venta de azúcar materializados en facturas cambiarias de compraventa |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

De esta forma, atendiendo a la experiencia internacional se desarrolló la posibilidad de titularizar inmuebles y proyectos de construcción. Sin embargo, en sus inicios los procesos parecieron no avanzar como se esperaba, debido según URIBE (1995 c) a la dificultad de valoración de estos títulos, las diferencias marcadas entre este mercado y el mercado bursátil tradicional, y aun se llegó a plantear que los comisionistas de bol-

sa no estaban tan interesados en los títulos inmobiliarios, y que era preferible desarrollar estos procesos 'por fuera de bolsa' primero, posiblemente utilizando figuras como incubadoras de procesos que permitieran su madurez antes de llevarlos al mercado principal. También se propuso la creación de un foro de negociación especializado en títulos inmobiliarios (GIRALDO, 1993), diferente al de los títulos tradiciona-

les por bolsa de valores, aduciendo que se requería tener un criterio tanto financiero como inmobiliario en la realización de las operaciones con estos títulos, pero manteniendo los mismos dentro del ámbito del mercado público de valores, dadas sus ventajas en términos de transparencia y formación de precios.

En cualquier caso, la titularización inmobiliaria se ha desarrollado mediante dos figuras: en la primera, la sociedad constructora da en fideicomiso el lote, los presupuestos, diseños, estudios y la programación de obra, y el agente de manejo emite los títulos con cargo al patrimonio autónomo para conseguir la financiación del proyecto, mientras que en la segunda, el público aporta los dineros requeridos para la adquisición del lote y la ejecución del proyecto y el agente de manejo emite los títulos en forma posterior. Igualmente, es posible titularizar inmuebles ya construidos, sobre los que se prevea que es posible obtener por ejemplo un flujo predecible de arrendamientos en el futuro.

1. *Titularización de inmuebles*

En este caso se conforma el patrimonio autónomo con inmuebles construidos, pudiendo contemplar que los inversionistas que adquieren los derechos participen en la valorización del inmueble y/o en los ingresos generados por el arrendamiento del mismo.

Es posible prever la venta del inmueble al final del proceso o una opción de recompra por parte del originador. En caso de que se estime que el flujo de caja hace parte primordial de la rentabilidad ofrecida, se debe ofrecer garantía por una vez y media el índice de siniestralidad.

El monto de la emisión no puede exceder el 110% del avalúo del inmueble, con

máximo seis meses de vigencia, el cual debe ser elaborado técnicamente por evaluadores independientes del originador y del agente de manejo, quienes deben ser miembros de la Lonja de Propiedad Raíz o estar inscritos en el Registro Nacional de Avaluadores.

El inmueble debe estar libre de gravámenes, condiciones resolutorias o limitaciones de dominio diferentes a las derivadas del régimen de propiedad horizontal, lo cual se acredita con el certificado de matrícula inmobiliaria y el estudio del título respectivo. Debe tener además seguro de incendio y terremoto durante toda la vigencia del contrato.

Desde 1993 se han aprobado 33 titularizaciones de inmuebles por valor de 611.609 millones de pesos, siendo esta la segunda forma de titularización en términos de volumen.

La mayoría de los procesos han sido colocado en su totalidad entre los inversionistas.

2. *Proyectos de construcción*

Mediante esta modalidad de titularización es posible estructurar procesos a partir de proyectos inmobiliarios, en los cuales el patrimonio autónomo se conforma con el lote en el cual se va a construir el proyecto, los estudios técnicos y de factibilidad económica y el presupuesto de obra.

En estos casos la titularización no puede exceder el 100% del presupuesto total de costos del proyecto inmobiliario, incluidos los costos del proceso de titularización. El presupuesto incluye el valor del terreno y el costo de los diseños, estudios técnicos y factibilidad económica, programación de obra, presupuesto de obra (máximo el 20% del presupuesto total), administración de obra, imprevistos y utilidades.

TABLA 5
AUTORIZACIONES DE TITULARIZACIÓN DE INMUEBLES

A E D

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|--|------|---------------------|------------------|--|
| Fideicomiso TIT 5-77 (Rojas y Vargas Ltda.) | 1994 | Cont. crediticio | 1.087 | |
| Fideicomiso Rentamax (Coltejer S. A.) | 1995 | Cont. crediticio | 10.000 | La emisión se redimió en 13-07-00 |
| PA Interbanco 95-01 (Banco Intercontinental) | 1995 | Participación | 4.672 | |
| PA Global Fiduciaria Fed. Nal. Cafeteros TRI | 1995 | Participación | 3.180 | |
| Fid. Tit. Inmobiliaria Banco Selfin FTIS 96-01 | 1996 | Participación | 5.150 | |
| PA B y V-1 (Financiera Bermúdez y Valenzuela) | 1996 | Participación | 1.146 | |
| PA Charleston (Pedro Gómez y Cia.) | 1996 | Participación | 5.962 | |
| PA Confin 2 (Confinanciera) | 1996 | Participación | 1.144 | |
| PA Tit. BUC FTB (Banco Unión Colombiano) | 1996 | Mixtos | 9.745 | Redención anticipada de títulos 26-02-98 |
| Fdo Tit. Inmobiliaria Granahorrar 97-01 | 1997 | Participación | 45.883 | |
| Fdo Tit. Inmobiliaria La Castellana 97-01 (Administradora de Bienes Ltda.) | 1997 | Participación | 15.500 | |
| Fid. Cititrust - Yoko (Yoko S.A.) | 1997 | Mixtos | 17.200 | |
| Fid. Oikos Cabecera al Llano (Oikos Sociedad de Inversión S.A.) | 1997 | Mixtos | 2.309 | |
| PA B y V-II (Financiera Bermúdez y Valenzuela) | 1997 | Participación(II S) | 1.473 | |
| PA Cadenalco 75 años | 1997 | Mixtos | 54.000 | |
| PA Fdo Tit. Supercentro Los Ejecutivos 97-01 (Supercentro) | 1997 | Participación | 7.342 | |
| PA Fiduniión Titulariz. Ahorramás | 1997 | Mixtos | 9.565 | |
| Fid. Fiduniión TIU - 98 (Banco Unión Colombiano) | 1998 | Mixtos | 5.097 | |
| PA Tit Inmobiliarios de Santander TIS (Urbanizadora David Puyana) | 1998 | Participación | 11.116 | Tit arrendamientos No se colocaron los títulos, inscripción cancelada 13-09-99. |
| PA Postobon Inmobiliario | 1999 | Participación | 36.823 | No salieron con la oferta. |
| Fid Cititrust Casa Editorial El Tiempo (Círculo de Lectores) | 1999 | Mixtos TICEET | 9.994 | |
| FID. Parque Central Bavaria (Oikos Soc. de Inversión S.A.) | 1999 | Mixtos | 4.880 | |
| Fiduniión Tit. Inmob. Las Villas TILV 01-99 | 1999 | Cont Crediticio | 35.995 | |

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|--|------|---------------------------------------|------------------|------------------------------------|
| Fiduni3n Tit. Inmob. Las Villas TILV 02-99 | 1999 | Cont Crediticio | 12.322 | |
| PA Cadenalco 98 | 1999 | Participaci3n | 59.700 | |
| PA Cart3n Colombia Siglo XXI | 1999 | Cont. crediticio | 30.000 | |
| Tit. Inmobiliaria Banco Caja Social TIBCS 01-99 | 1999 | Cont. crediticio con respaldo inm. | 21.793 | |
| Tit. Inmobiliaria Colmena TIC 04-99 | 1999 | Cont. crediticio con respaldo inm. | 22.390 | |
| Tit. Inmobiliaria Colmena TIC 05-99 | 1999 | Cont. crediticio con respaldo inm. | 26.368 | |
| Tit. Inmobiliaria Colmena TIC 06-99 | 1999 | Cont. crediticio con respaldo inm. | 11.892 | |
| PA TDZ Zuana Resort (Constructora Bol3var) | 2000 | Cont. crediticio / mixtos | 55.500 | Se titulariza 'tiempo compartido'. |
| Fid. Santander Investment Trust Tit. Inmobiliaria Avianca | 2000 | Participaci3n | 42.427 | Se titularizan cinco inmuebles. |
| Fid. Fiduni3n Tit. Inmobiliaria Fibratolima | 2000 | Mixtos | 29.954 | Se titularizan lotes |

Fuente: Superintendencia de Valores, Divisi3n de Ofertas P3blicas.

La inversi3n m3nima es de 60 salarios m3nimos legales por inversionista¹⁰, salvo que este sea un fondo inmobiliario o un inversionista institucional.

El mecanismo de cobertura del proceso est3 dado por el sistema de subordinaci3n donde el originador se compromete con el desarrollo del proyecto mediante la adquisici3n de t3tulos de participaci3n subordinados, que van siendo liberados por el agente de manejo en proporci3n directa al avance de obra. Esta cobertura s3lo puede por reemplazada por mecanismos externos de seguridad.

Para estos procesos se requiere realizar un aval3o del lote en las mismas condiciones de los procesos de titularizaci3n de inmuebles; un estudio t3cnico econ3mico detallado que concluya razonablemente la viabilidad financiera del proyecto; la compa1a encargada de desarrollar el proyecto

debe acreditar una trayectoria superior a cinco a1os en el sector de obras de similar envergadura, y constituir p3lizas de cumplimiento y manejo del anticipo; se requiere de un interventor acreditado ante el agente de manejo; se debe determinar el punto de equilibrio para la ejecuci3n del proyecto teniendo en cuenta las promesas de compraventas formalmente celebradas, y el contrato de fiducia mercantil debe incluir condici3n resolutoria donde se prevea el reembolso del dinero en el evento en que no se llegue al punto de equilibrio; y es necesario establecer un m3todo de valuaci3n del patrimonio aut3nomo.

Por 3ltimo, la SV puede autorizar procesos en los cuales se contemple la obtenci3n de recursos de cr3dito como complemento a la titularizaci3n, condici3n que debe estar regulada en el reglamento de emisi3n y colocaci3n de los t3tulos.

Este tipo de titularización ha sido de las menos utilizadas. En el período solamente se han aprobado dos titularizaciones de

proyectos de construcción por valor de 31.400 millones de pesos.

TABLA 6
AUTORIZACIONES DE TITULARIZACIÓN DE PROYECTOS DE CONSTRUCCIÓN

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|--|------|--------------------|---------------|--------------------------------|
| PA Parque Industrial Alsacia (Interduco) | 1994 | Participación TREN | 17.000 | Construcción bodega industrial |
| Fid. Proyecto Av. Sexta Plan de Ajuste (Universidad del Valle) | 1997 | Participación | 14.400 | Construcción hotel |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

Al contrario de los anteriores, estos procesos han tenido bajos índices de colocación entre los inversionistas. Dentro de las dificultades para adelantar dicha colocación podría estar la dificultad en establecer la valorización de los proyectos, así como los que se suscitan por el cumplimiento de los cronogramas previstos para los avances de las obras.

Como es obvio, el impacto de este tipo de titularización en la financiación del sector de la construcción ha sido nulo.

3. Fondos inmobiliarios

Es posible estructurar procesos de titularización a través de fondos comunes especiales destinados a invertir en inmuebles construidos, en proyectos inmobiliarios o en otros títulos emitidos en procesos de titularización inmobiliaria o de cartera hipotecaria. Para la inversión de los recursos se señala que debe realizarse previa evaluación por parte del agente de manejo, de conformidad con los parámetros que se hayan establecido. Los excedentes de liquidez y el manejo temporal de recursos se deben dar en activos de alta seguridad y liquidez.

De otro lado, el fondo puede determinar la cobertura externa o interna necesaria para proteger los activos adquiridos, después de realizar un estudio técnico. Sólo es posible emitir títulos de participación, los cuales solamente se pueden redimir en primario al vencimiento del fondo.

En el período se han realizado cuatro aprobaciones a través de fondos inmobiliarios por valor de 92.658 millones de pesos.

Al igual que la titularización sobre proyectos de construcción, estos procesos han tenido muy bajo índice de colocación entre los inversionistas.

D. Titularización de proyectos de infraestructura y servicios públicos y otros

En este caso el patrimonio autónomo se conforma con la existencia de flujos futuros de fondos, los cuales pueden ser: determinados con base en las estadísticas de los tres años anteriores o con base en proyecciones de tres años.

La titularización en este caso se realiza mediante fondos comunes especiales, en los cuales se acopian recursos que deben ser destinados a la inversión en obras de infra-



TABLA 7
TITULARIZACIÓN A TRAVÉS DE FONDOS INMOBILIARIOS

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|-----------------------------------|------|---------------|------------------|--|
| FCE Mobil | 1993 | Participación | 1.658 | Sólo solicitó inscripción en RNV |
| FCE Edificar | 1994 | Participación | 31.000 | Emisión totalmente redimida |
| Fdo. Inmobiliario Davivienda | 1994 | Participación | 50.000 | Cancelada inscripción 27-07-99 |
| Fdo. Inmobiliario Cáceres y Ferro | 1996 | Participación | 10.000 | Intervención de la SB al agente de manejo (incumplimiento de deber de información) |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

estructura y de prestación de servicios públicos y títulos provenientes de procesos de titularización de obras de esta naturaleza.

En estos casos se debe realizar un estudio de factibilidad financiera de la inversión, en el cual se establezcan los costos del proyecto y se fijen los plazos de retorno de la inversión a los potenciales inversionistas. Además, se requiere la inscripción del constructor en el registro que determine el Estatuto de Contratación (Ley 80), así como la presencia de una firma interventora inscrita como tal según lo determinado en el mencionado estatuto.

Además, se exige que flujo proyectado al final del proyecto esté respaldado por cualquier mecanismo de cobertura externa o interna, que debe considerar la eventual

existencia de garantías otorgadas por el Estado en el cálculo del índice de siniestralidad. Como en el caso de la titularización inmobiliaria, la inversión mínima por inversionista es de 60 SML.

De otro lado, en el caso de infraestructura vial, además de los requisitos generales establecidos, se requiere el estudio de proyección de la demanda del tráfico de vehículos para la vía objeto de la obra, así como un estudio de las tarifas que se proyecten.

Dentro de los procesos de titularización autorizados para construcción de infraestructura, bajo la modalidad de flujos de fondos futuros, están dos procesos para la construcción de infraestructura vial, por 58.500 millones de pesos:

TABLA 8
AUTORIZACIONES DE TITULARIZACIÓN PARA LA CONSTRUCCIÓN DE PROYECTOS DE INFRAESTRUCTURA

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|---|------|------------------|------------------|----------------------|
| PA Fiduciaria Tequendama Plan Vial Siglo XXI (Municipio de Bucaramanga) | 1997 | Cont. crediticio | 18.500 | |
| Fideicomiso carretera Chia-Mosquera | 2001 | Cont. crediticio | 40.000 | Para segundo mercado |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

También se lanzaron seis procesos autorizados bajo la modalidad de flujos de fondos futuros, por valor de 424.648 millo-

nes, entre los que se incluyen aquellos procedentes de sobretasas y concesiones de parqueaderos, entre otros.

TABLA 9
AUTORIZACIONES DE TITULARIZACIÓN DE FLUJOS FUTUROS DE FONDOS

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|--|------|------------------|---------------|---|
| Fideicomiso Fiduglobal sobretasa a la gasolina (Área Metropolitana del Centro Occidente) | 1996 | Cont. crediticio | 7.750 | En 28-8-99 se canceló totalmente la emisión. |
| Fideicomiso Fiduglobal sobretasa al combustible motor municipio de Ibagué | 1996 | Cont. crediticio | 8.000 | |
| Fideicomiso IDU Fiducrédito (Instituto de Desarrollo Urbano Bogotá, D.C.) | 1997 | Cont. crediticio | 208.298 | |
| Fideicomiso sobretasa Distrito Turístico Cultural e Histórico de Santamarta | 1997 | Cont. crediticio | 5.400 | |
| Fideicomiso Cocelco | 1999 | Cont. crediticio | 150.000 | El 7-9-99 se publica aviso de oferta por \$50.000 |
| Fideicomiso Tipark | 2000 | Cont. crediticio | 15.200 | Concesión flujos parqueaderos |
| Fideicomiso flujos de caja Concesión | 2003 | Cont. crediticio | 30.000 | Concesión flujos parqueaderos |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

Aquí se muestra la versatilidad de este mecanismo de financiación de la actividad económica.

d. Titularización de valores

Existe la posibilidad de estructurar procesos de titularización sobre títulos inscritos en el RNV, como es el caso de las acciones o de los títulos de deuda pública. En estos eventos, la titularización se realiza mediante la constitución de fondos y la estructuración de patrimonios autónomos.

Para títulos de deuda pública emitidos o garantizados por la Nación o el Banco de

la República, no se presenta exigencia alguna sobre la clase de títulos a emitir y se exigen de mecanismos de garantía y de calificación de títulos.

Hasta julio de 2003 se habían aprobado siete titularizaciones de títulos inscritos en el RNV por valor de 539.079 millones de pesos (todas para el segundo mercado).

Además, ha habido una titularización de acciones a través de fondos por valor de 57.600 millones de pesos.

Son de resaltar los procesos mediante los cuales se titulariza para el mercado local la emisión de títulos emitidos en otras jurisdicciones. Esta puede constituirse en

una interesante alternativa para inversionistas que estén dispuestos a tomar posiciones en títulos expedidos en otras monedas.

TABLA 10
TITULARIZACIÓN DE TÍTULOS VALORES

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|-----------------------------------|------|------------------|------------------|---|
| Fid. Bonos OCENSA (Secolinsa) | 2001 | Cont. crediticio | 39.046 | Bonos emitidos por Oleoducto Central OCENSA |
| Fid. Notas Tringas (Secolinsa) | 2002 | Cont. crediticio | 79.364 | Notas Senior aseguradas |
| Fid. Notas Codad (Secolinsa) | 2002 | Cont. crediticio | 105.065 | |
| Fid. Notas Bogotá (Secolinsa) | 2002 | Cont. crediticio | 72.527 | |
| Fid. Notas Centragas (Secolinsa) | 2003 | Cont. crediticio | 87.033 | |
| Fid. Notas Transgas 2 (Secolinsa) | 2003 | Cont. crediticio | 116.044 | Notas Senior aseguradas |
| Fid. Citicodad (Urcan Ltda.) | 2003 | Cont. crediticio | 40.000 | Notas |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

TABLA 11
TITULARIZACIÓN DE ACCIONES

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|---------------------------|------|---------------|------------------|---------------|
| FC Poder (Fidutequendama) | 1993 | Participación | 57.600 | |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

E. Titularización mediante la utilización de fondos

Una vehículo que ha sido poco utilizado es

el de los fondos de valores. A julio de 2003 se habían aprobado tres de estos procesos por valor de 142.000 millones de pesos, así:

TABLA 12
TITULARIZACIÓN A TRAVÉS DE FONDOS DE VALORES

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|--|------|---------------|------------------|---|
| FCE Cash 30-90 | 1995 | Participación | \$92.000 | No salieron con la oferta Administrador del fondo liquidado |
| Unisar Mil (Sarmiento Lozano Comisionista) | 1996 | Participación | \$30.000 | |
| Unisar 2000 (Sarmiento Lozano Comisionista) | 1998 | Participación | \$20.000 | |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

Ninguno de estos tres procesos está vigente, uno de ellos porque nunca se materializó la oferta y los otros dos porque el administrador de los fondos fue liquidado.

F. Titularización de contratos de leasing

En estos casos se deben incorporar mecanismos internos y externos de seguridad para cubrir la siniestralidad. El originador debe respaldar por cualquier medio idóneo el cumplimiento de las obligaciones que le corresponden en desarrollo del contrato

respecto del cual se transfieren los derechos de percepción del flujo al patrimonio autónomo.

No se han llevado a cabo procesos bajo esta modalidad, que podría constituirse en una interesante alternativa para movilizar este tipo de contratos.

G. Titularización de documentos de crédito

En el período se han aprobado 10 procesos de titularización bajo esta modalidad, así:

TABLA 13
AUTORIZACIONES DE TITULARIZACIÓN DE DOCUMENTOS DE CRÉDITO

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|---|------|------------------|------------------|--|
| Fideicomiso Friomix -Indega-Fiduvalle | 1993 | Cont. crediticio | 14.000 | Pagarés |
| Fideicomiso Sidor-Fiduvalle | 1993 | Cont. crediticio | 6.091 | Certificados de inversión |
| Fideicomiso TZF-01-97 | 1997 | Cont. crediticio | 12.442 | |
| PA Arrendamiento Embajada del Japón | 1997 | Cont. crediticio | 4.984 | Contratos de arrendamiento |
| Fideicomiso Serdán-Bavaria | 1999 | Cont. crediticio | 20.000 | Contratos de servicios |
| Fideicomiso Colsánitas | 1999 | Cont. crediticio | 45.000 | Contratos colectivos de seguros de salud |
| Fideicomiso Incauca Refinería-Postobón | 2000 | Cont. crediticio | 40.000 | Contratos de suministro de azúcar |
| Fideicomiso Incauca-Refinería de Colombia | 2002 | Cont. crediticio | 40.000 | Contratos de suministro de azúcar |
| PA Tayrona | 2003 | Cont. crediticio | 300.000 | Notas emitidas en los EE. UU. Para segundo mercado |
| Fideicomiso Incauca-Refinería de Colombia | 2003 | Cont. crediticio | 80.000 | Contratos <i>forward</i> de caña de azúcar |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

Llama la atención la diversidad de activos titularizados en estos procesos, entre los que se encuentran los contratos para entrega de azúcar a futuro, notas emitidas en los Estados Unidos, pagarés, contratos de servicios,

seguros colectivos de salud y otros. Igualmente, son relevantes los procesos sobre notas emitidas en jurisdicciones extranjeras, que se convierten en Colombia en valores para ser transados en el segundo mercado¹¹.

H. Titularización agropecuaria

Esta interesante forma de titularización es la manifestación más reciente de la figura en Colombia, y fue incluida en la regulación mediante la Resolución 822-1 de 1999 de la Sala General (involucrada en la Resol.

400), la cual estableció la posibilidad de estructurar procesos a partir de productos agropecuarios o agroindustriales.

Hasta julio de 2003 se han aprobado 22 titularizaciones por valor de 100.918 millones de pesos.

TABLA 14
AUTORIZACIONES DE TITULARIZACIÓN AGROPECUARIA

| NOMBRE | AÑO | CLASE | TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|---|------|-------|------------|------------------|------------------------------------|
| PA Fid. Ganar 2000 | 2000 | Cont. | Crediticio | 2.838 | 6.500 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A | 2000 | Cont. | Crediticio | 3.789 | 8.792 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A segunda serie | 2000 | Cont. | Crediticio | 3.655 | |
| PA Fid. Ganar 2000 A tercera serie | 2000 | Cont. | Crediticio | 2.660 | |
| PA Fid. Ganar 2000 A cuarta serie | 2001 | Cont. | Crediticio | 3.063 | 6.504 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A quinta serie | 2001 | Cont. | Crediticio | 3.030 | 6.391 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A sexta serie | 2001 | Cont. | Crediticio | 3.937 | 6.805 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A séptima serie | 2001 | Cont. | Crediticio | 3.752 | 6.063 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A octava serie | 2001 | Cont. | Crediticio | 3.819 | 6.196 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A novena serie | 2001 | Cont. | Crediticio | 5.793 | 8.987 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A décima serie | 2001 | Cont. | Crediticio | 4.849 | 6.830 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A décima primera serie | 2001 | Cont. | Crediticio | 4.580 | 6.939 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A décima segunda serie | 2002 | Cont. | Crediticio | 5.300 | 7.877 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A décima tercera serie | 2002 | Cont. | Crediticio | 4.681 | 6.724 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A décima cuarta serie | 2002 | Cont. | Crediticio | 4.211 | 6.045 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A décima quinta serie | 2002 | Cont. | Crediticio | 5.425 | 7.820 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A décima sexta serie | 2002 | Cont. | Crediticio | 4.585 | 6.583 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A décima séptima serie | 2002 | Cont. | Crediticio | 4.795 | 7.104 cabezas de ganado + pasturas |

| NOMBRE | AÑO | CLASE TÍTULO | MONTO (mm \$) | OBSERVACIONES |
|---|------|------------------|------------------|---|
| PA Fid. Ganar 2000 A décima octava serie | 2002 | Cont. Crediticio | 6.832 | 9.603 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Ganar 2000 A décima novena serie | 2002 | Cont. Crediticio | 6.363 | 9.150 cabezas de ganado + pasturas |
| PA Fid. Cria de Leche primera emisión | 2002 | Cont. Crediticio | 8.500 | Derechos de propiedad y conte- nido patrimonial sobre los ha- tos ganaderos |
| PA Fid. Ganar 2000 A vigésima serie | 2003 | Cont. Crediticio | 4.463 | 6.527 cabezas de ganado + pasturas |

Fuente: Superintendencia de Valores, División de Ofertas Públicas.

En el desarrollo de estos procesos se observó una interesante combinación de esfuerzos en el mercado de valores y en el mercado de productos agropecuarios. De un lado, en el desarrollo de la titularización ganadera participó activamente la Bolsa Nacional Agropecuaria, y de otro, mientras que los derechos contenidos en los títulos son negociados en la bolsa de valores, los activos subyacentes lo son en la bolsa agropecuaria, como es el caso de los contratos *forward* de caña de azúcar¹².

Es de resaltar la continuidad en las titularizaciones para levante de ganado, así como la nueva de cría para leche, que se han constituido en una muy interesante opción de financiación de la actividad ganadera en todo el territorio nacional. En efecto, los hatos y pasturas titularizados están localizados en diversos departamentos de la geografía nacional, como Arauca, Bolívar, Cauca, Cundinamarca y Boyacá.

A pesar de lo anterior, tal vez por lo reciente la figura no ha alcanzado a tener un impacto importante en los indicadores del sector: en primer término, el sector pecuario creció en 2002 solamente un 1.9% y a noviembre de dicho año presentaba una balanza deficitaria con un aumento de las importaciones del 22% en relación con el

año inmediatamente anterior, al paso que las exportaciones disminuyeron en un 74%; y en segundo lugar, el número de reses titularizadas aun es escaso frente a un inventario bovino de un poco más de 23 millones de cabezas de ganado (el 43% del mismo tiene doble propósito, para levante y producción de leche). En cualquier caso, el sector pecuario contribuye actualmente con más de la tercera parte del producto interno bruto del sector agropecuario.

De otro lado, a agosto de 2003 estaban en estudio para aprobación una titularización de cultivos de palma africana por 50.000 millones y uno de banano por 20.000 millones, procesos que se suman a los ya anotados de contratos *forward* de caña de azúcar, mostrando la versatilidad de esta modalidad de financiación para el sector primario de la economía.

CONCLUSIONES

La titularización se ha convertido en un canal de financiación con un gran potencial para diversas actividades económicas, y en una fuente relevante de oferta de nuevos títulos para el mercado de valores, cumpliéndose así los objetivos inicialmente propuestos.

En el desarrollo de la titularización se ha evidenciado un claro interés del regulador por suministrar un marco regulatorio adecuado y flexible para atender a las necesidades, tanto de los dueños originales de los activos titularizables, como de los inversionistas. Es así como desde el inicio fue palpable la intención de rodear los procesos de las seguridades necesarias, de instrumentos de medición de los riesgos y de valoración de los títulos y los activos subyacentes, entre otros, y de establecer la infraestructura adecuada para el desarrollo de los mercados primarios y secundarios de estos títulos, todo con el fin de lograr un marco de confianza en los procesos de titularización que permitiera el despegue y consolidación de estos instrumentos.

Adicionalmente, el desarrollo de estos procesos contribuyó a generar una nueva visión respecto de la regulación del mercado de valores y de productos novedosos, incluyendo la definición de valor con su carácter mobiliario, lo cual involucró tanto a los reguladores de los mercados de valores como a los reguladores financieros.

En cuanto a los resultados alcanzados, resalta evidentemente la preponderancia de la movilización de activos hipotecarios e inmobiliarios, y el surgimiento de nuevos procesos por los cuales es posible obtener financiación para actividades agropecuarias. En el primer caso, entre la titularización de cartera hipotecaria tradicional y la emisión de títulos hipotecarios a partir de 2002, se ha completado cerca de un 50% del volumen total en *títulos mobilizadores*, los cuales se han constituido en la base del desarrollo del mercado secundario de hipotecas en Colombia. En el segundo, la titularización de inmuebles se ha constituido en una alternativa bastante utilizada para ac-

tivar flujos provenientes de contratos de arrendamiento. En el último caso, la titularización de cabezas de ganado para levantar o leche y la movilización de contratos para entrega futura de azúcar o facturas de esta actividad agrícola, es ahora una fuente de financiación para el sector primario de la economía que aunque incipiente, tiene un gran potencial por lo que es conviene fortalecerla.

Igualmente, se han explorado otros campos en los que es posible la movilización de activos como los inmobiliarios o la cartera de créditos comerciales de empresas financieras o del sector real; se ha logrado un importante acopio de recursos para diversos proyectos de infraestructura, y se han titularizado flujos procedentes de las más diversas actividades como la concesión de parqueaderos, los contratos de arrendamiento, las rentas municipales o la sobretasa a la gasolina, entre otros resultados. Es conveniente fortalecer estos mecanismos de financiación de la actividad económica.

Otras modalidades de titularización que no han tenido tanto desarrollo pero en las que sería conveniente avanzar, son: la correspondiente a documentos de crédito como facturas de empresas del sector real o carteras de crédito de consumo de entidades financieras, el desarrollo de proyectos de construcción, los contratos de *leasing*, la titularización de daciones en pago y otros activos improductivos en poder del sector financiero, o la construcción de infraestructura, o por qué no, los flujos generados por infraestructura ya construida.

Quedan finalmente otros asuntos por desarrollar o consolidar, los cuales contribuirían previsiblemente en la estructuración de procesos en beneficio de los poseedores de activos titularizables que requieran in-

crementar su rotación y / o liquidez para la realización de nuevas operaciones activas. Tal es el caso de la regulación de la banca de inversión como actividad relevante del mercado de valores y de los canales de comercialización de los títulos, y en la estandarización de las emisiones, esto último sin desconocer lo que significa la titularización en materia de innovación en productos financieros. Además, sería deseable generar una mayor capacidad de absorción de nuevos títulos por parte de los inversionistas institucionales, e igualmente se requiere elevar los estándares de los mercados secundarios con el fin de incrementar la liquidez de los títulos que no van a ser adquiridos hasta su vencimiento.

BIBLIOGRAFÍA

- ARISTIZÁBAL, GUSTAVO (1992). *Introducción a la titularización de activos*, Medellín, Bolsa de Medellín.
- BELTZ, HERNÁN (1992). "Marco general de los procesos de titularización", en Bolsa de Bogotá. *Titularización*, Bogotá.
- CADENA, HÉCTOR JOSÉ (1992). "El proceso de titularización, una vía a la financiación", en Bolsa de Bogotá. *Titularización*, Bogotá.
- CARVAJAL, MAURICIO (1996). *Aspectos jurídicos de la titularización de activos*, Medellín, Biblioteca Jurídica Diké.
- DAULON, FRANÇOIS (1992). "El proceso de desintermediación financiera en la consecución de recursos", en Bolsa de Bogotá. *Titularización*, Bogotá.
- FEDEGAN (2003). Estadísticas del sector pecuario en la página Internet.
- GIRALDO DE DEFRENCISCO, MARÍA HELENA (1993). *Titularización inmobiliaria*, Bogotá, Ministerio de Desarrollo Económico-Dirección Técnica Desarrollo Urbano y Vivienda Social.
- LÓPEZ ROCA, LUIS FERNANDO (1992). *Marco económico y jurídico de la titularización*, en Bolsa de Bogotá. *Titularización*, Bogotá.
- LÓPEZ ROCA, LUIS FERNANDO (1993). *Titularización de activos*, Bogotá, Bolsa de Bogotá.
- MANRIQUE NIETO, CARLOS E. (1994). *Introducción a la titularización, aspectos jurídicos*, Bogotá, Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia.
- MARTÍNEZ, GUSTAVO (2003). "Titularización de activos y vigilancia estatal", presentación para el Diplomado en Titularización de la Especialización en Derecho Financiero y Bursátil, Universidad Externado de Colombia, Bogotá.
- MINISTERIO DE HACIENDA, otros (1996). *Misión de estudios del mercado de capitales, informe final*, Bogotá.
- OTÁLVARO, CARLOS (1992). "La movilización de cartera", en Bolsa de Bogotá. *Titularización*, Bogotá.
- SUPERINTENDENCIA BANCARIA (2003). Informes de coyuntura de entidades e indicadores financieros en la página Internet.
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES (1999). *La titularización en Colombia, una ventana hacia la modernización financiera*, Bogotá.
- SUPERINTENDENCIA DE VALORES (2003). Informes económicos y estadísticos en la página de Internet.
- URIBE, ANDRÉS (1995 a). "Titularización, novedad o ciencia financiera", en Superintendencia de Valores. *Un nuevo enfoque para el mercado de valores*, Bogotá.
- URIBE, ANDRÉS (1995 b). "Titularización, clave para profundizar el mercado de valores", en Superintendencia de Valores. *Un nuevo enfoque para el mercado de valores*, Bogotá.
- URIBE, ANDRÉS (1995 c). "Titularización", en Superintendencia de Valores. *Un nuevo enfoque para el mercado de valores*, Bogotá.

- 1 Hoy en día la regulación de la emisión de bonos está contenida en la resolución 400.
- 2 La Comisión Nacional de Valores se convirtió en la Superintendencia de Valores en virtud de lo establecido en la Constitución de 1991.
- 3 Presentación del libro de GUSTAVO ARISTIZÁBAL (1992). *Introducción a la titularización de activos*, publicado por la Bolsa de Medellín.
- 4 *Fannie Mae*, la principal titularizadora de cartera hipotecaria en Estados Unidos, ha movilizado desde que fue creada más de 35 millones de hipotecas, y ha dado lugar, junto con *Freddi Mac* y *Ginnie Mae*, a un importante mercado de títulos hipotecarios en ese país.
- 5 Cfr. la Resolución 174 de 2001 de la Sala General de la Superintendencia de Valores.
- 6 De hecho, esta definición fue considerada en el Proyecto de ley 108 de 2001 de la Cámara de Representantes, por el que se pretendía establecer un marco regulatorio para el mercado de valores en Colombia. El proyecto fue archivado en julio de 2002.
- 7 Los títulos hipotecarios emitidos por la Titularizadora de Colombia han tenido la garantía de la Corporación Financiera Internacional.
- 8 Esta posibilidad no se habría materializado dado que la negociación de títulos en procesos de titularización se realiza actualmente en el sistema centralizado de negociación MEC, en el que actúan directamente los inversionistas institucionales (los administradores de activos y otros agentes son considerados intermediarios de valores en la regulación colombiana), y no en bolsa.
- 9 Según el Decreto 573 de 2002 esta entidad, junto con sus comisionistas y organismos de compensación y liquidación, entraron a vigilancia de la Superintendencia de Valores en septiembre de 2002.
- 10 Equivalentes hoy a Col\$19.920.000, o cerca de US\$7.000.
- 11 En la clasificación de la Superintendencia de Valores aparecen titularizaciones de notas para segundo mercado tanto como "titularización de valores" como "titularización de documentos de crédito".
- 12 La movilización de contratos de caña de azúcar aparece como "titularización de documentos de crédito" pero corresponden a financiación de una actividad agropecuaria.