

# LA TITULARIZACION

Juan Antonio Buendía Sardón  
Abogado  
Master en Administración de Empresas  
ESAN

*El dinamismo que ha experimentado en los últimos años nuestro mercado de capitales y la creciente necesidad que tienen las empresas y los particulares de obtener financiamiento a menor costo son factores que indudablemente obligan a los profesionales del Derecho y la Economía a pensar en la introducción en nuestro país de nuevos instrumentos financieros.*

*Entre ellos, la titularización se presenta como una alternativa que merece atención. En términos generales, la titularización o securitización es un mecanismo por el que se empaquetan activos con los que se garantizan títulos emitidos por empresas especializadas, que pueden negociarse en el mercado. El sistema es, sin duda, novedoso en nuestro medio y parece aconsejable su legislación.*

*A lo largo del trabajo, el autor analiza los requisitos, los participantes en el proceso y sus características, pero también dedica su atención a la forma cómo se ha regulado la figura en los países industrializados, así como en Chile y Colombia. La perspectiva es esencialmente práctica y presenta gran interés para los profesionales vinculados a la actividad empresarial.*

El término castellano de titularización o titulización<sup>1</sup> hace referencia al proceso de *securitisation*<sup>2</sup> o securitización, como suele castellanizarse la expresión, a través del cual se agrupan y empaquetan cuentas por pagar, préstamos u otros activos financieros para emitir contra ellos títulos de deuda usando con este fin empresas especialmente constituidas o un fideicomiso. Este mecanismo de financiamiento tiene su antecedente más directo en el empaquetamiento de hipotecas residenciales en los Estados Unidos hace aproximadamente veinte años. Desde esa fecha a la actualidad se han realizado titularizaciones sobre una gran diversidad de activos, llegando a tener esta modalidad de financiamiento un gran impacto en el mercado de capitales. Los fondos pueden provenir de instituciones financieras, individualmente o a través de un sindicato, del mercado de dinero cuando se emiten papeles comerciales o del mercado de capitales.

Muchos de los países de la región disponen ya de legislaciones que permiten la realización de este tipo de operaciones, cuya implementación en el país esperamos se haga en el corto plazo. En este contexto el presente artículo tiene dos objetivos: proveer al profesional del Derecho del marco conceptual y jurídico fundamental para entender este tipo de operaciones, así como proponer los lineamientos que debería acoger el legislador en el país, a la luz de la legislación comparada y nuestra propia tradición jurídica.

<sup>1</sup> Es el término usado en España.

<sup>2</sup> O *securitization*, como también se suele escribir.

Para estos efectos, el artículo ha sido dividido en cuatro partes. La primera está destinada a explicar los conceptos y fundamentos básicos de la titularización; la segunda, a conocer las diversas áreas del Derecho involucradas en estas operaciones y el modo como la titularización ha sido tratada por las legislaciones norteamericana, francesa, japonesa, española, colombiana y chilena; la tercera parte propone los derroteros que debería acoger la titularización en el país dentro del marco jurídico nacional, para finalmente, en la cuarta parte, proveer al lector de una visión del futuro de estas operaciones y de cómo el desarrollo económico y la globalización de mercados las afectará.

Antes de entrar en materia, creo necesario explicar el porqué de la inclusión de un artículo como éste en una revista especializada de Derecho, siendo un tema que podría ser calificado como esencialmente financiero. La realidad es que no sólo será necesario un número reducido de abogados que puedan dialogar con financistas y economistas para plasmar una norma sobre la que en el futuro los profesionales del Derecho no van a tener nada que decir. Muy por el contrario, la estructuración de servicios financieros tan complejos como la titularización va a requerir de abogados especializados en el diseño de productos financieros, que entiendan a plenitud los costos y los beneficios de éstos y otros productos financieros.

En este sentido, el artículo no sólo supone su lectura por abogados conocedores de este mecanismo; sino, principalmente, por estudiantes y profesionales que deseen tomar conocimiento de este tema, casi por completo desconocido en el país. Por ello la argumentación no se limita a los aspectos jurídicos, sino que pretende comunicar algunos conceptos financieros que suelen resultar arduos para el profesional de las letras y que le serán de utilidad en la vida práctica.

## I. CONCEPTOS BASICOS

En esta primera parte se exponen inicialmente los agentes de la titularización y los objetos de la mis-

ma, para luego explicar los esquemas básicos que suele adoptar este proceso. Finalmente, se hace un breve resumen de las ventajas que tiene.

### 1. Participantes de la titularización

Tal vez prematuramente, comenzaremos describiendo los distintos roles que cubren los participantes en una titularización, antes de detallar los esquemas básicos bajo los cuales suelen estructurarse dichos procesos. Si resulta más cómodo al lector, puede comenzar por los esquemas básicos que se tocan posteriormente.

#### 1.1. Originadores<sup>3</sup> o constituyentes

Los originadores son las empresas propietarias de los activos financieros que van a ser destinados a la titularización. Entre ellos podemos considerar a los brazos financieros de las empresas comercializadoras, las mismas empresas comercializadoras, bancos comerciales, instituciones de ahorro y crédito, líneas aéreas e incluso empresas manufactureras, de seguros y otras.

Algunas legislaciones no obligan a la presencia desde un inicio del originador, pues se pueden estructurar procesos a partir "de la conformación de fondos comunes especiales o de fondos de valores, porque allí, de alguna manera, el esquema inicial se invierte; esto es, primero se obtienen los recursos líquidos de los interesados en la constitución del fondo y con ellos se adquieren los bienes que han de conformar el patrimonio. No se transfieren los bienes para obtener los recursos, sino que se colocan estos para adquirir los bienes"<sup>4</sup>.

#### 1.2 La administradora<sup>5</sup>

Suele ser el mismo originador o una filial de éste. Es la entidad responsable de administrar la cartera, recaudar los flujos provenientes de los activos y emitir regularmente los informes correspondientes al fideicomisario y a los inversionistas, según el caso.

<sup>3</sup> El término inglés es *originators*. Como la bibliografía consultada está mayormente en lengua inglesa, se procurará dar al lector la denominación inglesa de los principales términos, no sólo porque algunos carecen de traducción al español, sino también para facilitarle un estudio más detallado de otras fuentes posteriormente.

<sup>4</sup> Conferencia dictada por el doctor Sergio Rodríguez Azuero, Presidente de la Asociación de Fiduciarias de Colombia, en el IV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso. Santafé de Bogotá D.C., agosto 25 de 1994, p. 4.

<sup>5</sup> El término inglés es *servicer*.

### 1.3. El emisor<sup>6</sup> o agente

Es la entidad que emite los nuevos valores. Puede ser una empresa especializada en titularización, una empresa especialmente creada con ese fin (llamada también sociedad de quiebra remota<sup>7</sup>), una sociedad fiduciaria o una institución financiera; dependiendo de las características de la emisión y la legislación aplicable.

Cuando se trata de sociedades de quiebra remota, éstas no pueden incurrir en otro tipo de actividad o deuda que las relacionadas con la titularización misma; de modo que se asegura al inversionista que los activos titularizados no se verán afectados por la quiebra de la sociedad. Tres son las notas distintivas de estas empresas:

- a. Han sido constituidas con la única finalidad de facilitar la emisión de los títulos.
- b. Estas empresas carecen en la práctica de capital, pues la emisión está estructurada para ser suficientemente respaldada por los activos transferidos.
- c. Son por naturaleza temporales, en tanto no se haya cumplido con los términos de la emisión.

En algunos países, además de las responsabilidades de emisión de valores y recaudación y pago de los flujos generados, y del cumplimiento de los derechos incorporados en los títulos, el emisor llega incluso a convertirse en interlocutor de los inversionistas.

Las empresas especializadas<sup>8</sup> no necesariamente tienen relación con el originador, e incluso no son responsables de la administración de la cartera. Suelen operar a través de diferentes originadores y paquetes de activos en beneficio de las empresas medianas.

En la legislación de los EE.UU., como en otros ordenamientos, suele utilizarse también la fiducia<sup>9</sup>, clasificada dentro de uno de dos tipos: la fiducia en propiedad (*owner trust*) y la fiducia en garantía (*guarantor trust*); la primera es considerada como un socio para efectos impositivos, pues los intereses pagados a los inversionistas y los que pagan los deudores son registrados en el estado de ganancias y pérdidas del emisor; en tanto que en el segundo caso, los tenedores de los títulos son tratados como propietarios de los activos e impositivamente, como si los inversionistas recibieran un interés sobre los activos<sup>10</sup>.

### 1.4. Mecanismos de cobertura<sup>11</sup>

Estos mecanismos pueden convertir un mal paquete de activos en un papel de excelente calidad, y aunque suelen ser dados por el originador o el emisor, también pueden ser otorgados por una tercera parte. Muchas de las veces, un producto como éste es acompañado con más de un mecanismo. La legislación colombiana los clasifica como internos y externos<sup>12</sup>.

#### 1.4.1. Internos

- a. Subordinación de la emisión. El originador suscribe una porción de los valores emitidos a la que se imputarán hasta agotarla los siniestros o faltantes de los activos.
- b. Sobrecolateralización de la cartera. Cuando el valor de los activos excede el valor de los títulos emitidos.
- c. Exceso en el flujo de caja. Aquí, la cobertura está dada por la diferencia entre la tasa de interés que se pagará a los inversionistas y lo que se espera obtener.
- d. Sustitución de cartera. El originador se obliga a

<sup>6</sup> En inglés, *issuer*.

<sup>7</sup> La palabra inglesa es *bankruptcy remote* cuando la sociedad es constituida por el originador, en tanto que las sociedades constituidas por los *underwriters* son conocidas como *orphan subsidiaries*. Suelen aparecer como subsidiarias o filiales.

<sup>8</sup> En inglés, se suele usar el término *conduits* para referirse a ellas. Las más grandes son las agencias federales hipotecarias, y también existe la Small Business Administration (SBA) e incluso bancos de inversión especializados.

<sup>9</sup> *Trust* en inglés.

<sup>10</sup> Para más detalle, consultar PAVEL, Christine A. *Securitisation*. Probus, Chicago, 1989. pp. 36 y 37.

<sup>11</sup> En inglés se usa *credit enhancers* en referencia al vehículo que reduce el riesgo de crédito de la emisión.

<sup>12</sup> Op. cit 2, pp. 15 ss.

sustituir los créditos que varían de categoría por aumentar su riesgo.

e. Contratos de apertura de crédito. Permiten que el emisor maneje una cuenta bancaria establecida por el originador en favor del patrimonio autónomo.

#### 1.4.2. Externos

a. Aavales o garantías otorgadas por establecimientos de crédito.

b. Seguros de crédito.

c. Depósitos de dinero en garantía.

d. Contratos irrevocables de fiducia mercantil en garantía, constituidos sobre ciertos títulos de deuda de primera clase y cuyo valor presente cubra el valor ofrecido para el mecanismo de cobertura.

e. Aval del originador.

Estos mecanismos de cobertura se clasifican también por el tipo de riesgo que cubren. Así, tenemos mecanismos de cobertura contra:

a. Riesgo crediticio.

b. Riesgo de liquidez

c. Riesgo de interés.

d. Riesgo de reinversión, y

e. Riesgo de redención y prepago.

Esta última clasificación es de un carácter financieramente más técnico y propio ya que atiende a la estructuración misma, con un enfoque de identificación y neutralización de los distintos riesgos potenciales para el logro de una mejor calificación.

#### 1.5. Calificadoras de riesgo

La misión de estas instituciones es ofrecer a los inversionistas una calificación sobre el título a ser

emitido, basada tanto en la calidad de la cartera como en los mecanismos de cobertura. Dicha calificación se centra en tres criterios:

a. La probabilidad de que el emisor incumpla con sus obligaciones.

b. La naturaleza y provisiones sobre la obligación.

c. La posición relativa de la obligación en el caso de quiebra<sup>13</sup>.

#### 1.6. Fideicomisarios

Se suelen constituir en intermediarios entre el emisor y los inversionistas. En el caso peruano, su intervención es considerada por la Ley General de Sociedades<sup>14</sup>.

#### 1.7. La colocadora

Funciona como *underwriter* o suscriptor de los títulos a ser emitidos, y suele ser un banco de inversión. No son indispensables en la estructuración.

#### 1.8. El estructurador

Suele ser el mismo emisor.

### 2. Objetos de la titularización

Aquí describiremos algunos de los activos que suelen ser destinados a la titularización y los distintos tipos de papeles emitibles contra dichos activos.

#### 2.1. Activos destinados a la titularización

No todos los activos pueden ser objeto de una titularización. Depende mucho de las características de los créditos, los prestatarios originales, la situación de la misma empresa originadora y los costos relacionados con el proceso. Sin llegar a detalles que escapan a este artículo, a continuación se enumeran las características de un paquete ideal de activos para efectos de una titularización<sup>15</sup>:

a. Características definidas de los créditos.

<sup>13</sup> Op. cit. 8, p. 33. Esta división de internos y externos también se conoce como mecanismos de cobertura otorgados por el vendedor u otorgados por un tercero.

<sup>14</sup> Decreto Legislativo 311, Ley General de Sociedades, artículo 240°.

<sup>15</sup> Tomado por Christine A. Pavel de The First Boston Corporation, op. cit. 8, p. 33.

- b. Un patrón definido de pago y flujos de caja predecibles.
- c. Un promedio de madurez de los créditos de al menos un año.
- d. Baja morosidad e incobrabilidad.
- e. Amortización total.
- f. Diversos sujetos de crédito.
- g. Un alto valor de liquidación.

#### 21.1. Titularización de cuentas por pagar

Los casos típicos son hipotecas (la titularización misma tiene su origen en el empaquetado de hipotecas), créditos por venta de vehículos, tarjetas de crédito, créditos de consumo, etc. La bibliografía es amplia en cuanto al mecanismo de estructuración de titularizaciones para este tipo de activos.

#### 21.2. Titularización inmobiliaria

Las opciones aquí son variadas. Así, la legislación colombiana llega a distinguir hasta cinco productos diferentes a partir de la fiducia clásica<sup>16</sup>. Este esquema básico permitía inicialmente el traspaso de un inmueble a la entidad titularizadora, la que transformaba y enajenaba ulteriormente las unidades resultantes a los adquirientes finales, quienes solían tener el carácter de fideicomitentes adherentes.

Hoy, empero, se regulan adicionalmente: la llamada titularización inmobiliaria en garantía, que implica la constitución con un inmueble de un patrimonio autónomo con cuyo respaldo se emitirán los títulos de deuda; la titularización inmobiliaria en participación, que supone la asociación de los inversionistas al proyecto a través de la titularización; en tanto que, inversamente, la titularización de proyectos de construcción permite a los constructores emitir contra el flujo esperado del proyecto. Finalmente, bajo la legislación colombiana se pueden también formar fondos inmobiliarios para el financiamiento de diversas inversiones inmobiliarias: compra de inmuebles, construcción, compra de deuda hipotecaria, proyectos, etc.

#### 21.3. Titularización de flujos de caja

Para facilitar el financiamiento de proyectos de infraestructura de servicios públicos.

### 2.2. Tipos de títulos emitidos

El mecanismo de titularización puede ser estructurado mediante la emisión de títulos con las siguientes características:

a. Títulos de contenido crediticio. Son aquellos que representan una renta o suma determinable de dinero, principal e intereses, que debe ser cancelada por el patrimonio autónomo o el emisor.

b. Títulos de participación. Estos títulos representan partes alícuotas de los activos objeto de la titularización. El inversionista no obtiene en consecuencia un título de rendimiento, sino que participa de las utilidades o pérdidas que genere el paquete titularizado.

c. Títulos mixtos. Son aquellos que expresan una rentabilidad mínima o son amortizables.

### 3. Estructuras básicas de titularización

Muchas de las técnicas involucradas en un proceso de titularización tienen paralelo en transacciones que nos son usualmente familiares, como el *factoring*, el arrendamiento financiero (como técnica para separar la propiedad del financiamiento), el uso de vehículos especiales (como cuando se inicia un nuevo proyecto o se estructura un *joint-venture*). La nota distintiva es el empaquetado de activos financieros para tener acceso a fondos sin recurso o acción de regreso contra el originador o propietario original de la cartera.

En realidad, el término "titularización" es usado para hacer referencia a una gran variedad de tipos de estructuración de pasivos a partir de activos financieros con distintas connotaciones comerciales, financieras, contables y legales. En un sentido amplio<sup>17</sup> y sin llegar a ser una definición legal, sino un término meramente descriptivo, se lo utiliza para referirse en forma genérica a diversos títulos respaldados por activos<sup>18</sup> que involucran el uso de un vehículo especial<sup>19</sup> para la emisión, sea

<sup>16</sup> Op. cit. 2, p. 4.

<sup>17</sup> FLEMING, Donald, y Chris OAKLEY. "Securitization: a legal overview". En: *Securitisation*, setiembre 1994, p. 42.

<sup>18</sup> Op. cit. 8, pp. 4 ss.

<sup>19</sup> Entiéndase aquí el uso de sociedades de quiebra remota o fideicomisos.

este vehículo una empresa creada específicamente para la emisión, una entidad especializada en titularización o una institución financiera.

En un sentido más restringido se llega a limitar su uso al caso de la venta de cuentas por cobrar a una institución financiera, la que agrupa estos activos junto con otros activos pertenecientes a otras empresas y emite contra ellos<sup>20</sup>. El uso del término en sentido tan restringido obedece, como veremos luego, a como es regulada la titularización en algunos países.

Llegados a este punto, cabe hacer una atinencia. Suele distinguirse entre dos modalidades básicas de titularización: la denominada titularización con estructura de flujo de caja o titularización propiamente dicha, de las estructuras de valor de mercado.

La primera supone la utilización de una empresa distinta a la propietaria original de los activos financieros a titularizar. La segunda, en cambio, hace referencia a las emisiones de títulos por la propia originadora con respaldo en sus activos financieros, generalmente a través de deuda a largo plazo<sup>21</sup>. Este último caso es aplicable, por ejemplo, a las emisiones de obligaciones con garantía específica a las que obliga nuestro ordenamiento para las emisiones por encima del capital de la empresa<sup>22</sup>. La razón de esta obligación está en que el flujo de caja operativo de las empresas medianas suele ser variable y su capital insuficiente para justificar el préstamo de fondos sin garantía.

En los Estados Unidos se usan tres esquemas básicos de titularización: bonos respaldados por activos, pases a través y pagos a través<sup>23</sup>. Los dos primeros representan esquemas muy definidos, en tanto que el tercero constituye una modalidad mixta. Los esquemas básicos antes mencionados estructuran la emisión a través de sistemas de pago o de deuda. Un esquema de pago supone la

transferencia de la propiedad de los activos a titularizar hacia el inversionista en tanto que un esquema de deuda implica la utilización de estos como colateral, en garantía de los bonos o títulos que se emitan.

### 3.1. Pases a través o *pass-throughs*

El mecanismo de financiamiento se produce en este supuesto a través del empaquetamiento de activos financieros y su colocación bajo fiducia<sup>24</sup> (u otro vehículo, dependiendo de las distintas legislaciones), sobre la que se emiten títulos de propiedad que son vendidos a los inversionistas; de ahí el uso del término inglés *pass-throughs*.

En este sistema, se retiran los activos financieros de los libros de la empresa originadora y se destina el íntegro de los flujos de caja que generen a pagar a los inversionistas, quienes son propietarios del portafolio.

### 3.2. Bonos respaldados por activos o *asset-backed bonds*

Se trata de emisiones de bonos con señalamiento de garantía en los activos financieros o en las cuentas por cobrar del propio emisor. Así, los flujos generados por los activos no son destinados a servir los títulos emitidos y la emisión misma es registrada en los libros de la empresa como deuda. La emisión suele ser hecha usando una empresa financiera organizada con el sólo propósito de emitir los títulos y comprar los activos subyacentes con las ganancias<sup>25</sup>. Merece destacarse que, sin embargo, los activos permanecen dentro del balance consolidado del originador.

Un rasgo característico de este tipo de emisiones es que son usualmente sobrecolateralizadas; es decir, la emisión es respaldada por un monto mayor al de la propia emisión, estipulándose la adición de nuevos activos para los casos en que el

<sup>20</sup> MIAN, Sheehzad L., y Clifford W. SMITH, Jr. "Extending trade credit and financing receivables". En: *Journal of Applied Corporate Finance*, setiembre 1994, pp. 75 y ss.

<sup>21</sup> Se denomina como estructura de valor de mercado a esta segunda modalidad, debido a que es el valor de los activos el que garantiza la emisión de obligaciones y no el flujo de caja que generen.

<sup>22</sup> Decreto Legislativo 311, Ley General de Sociedades, artículo 226°.

<sup>23</sup> Los términos son traducciones literales de los usados en inglés, a falta de traducciones o términos correlativos en español. Así, se usa *bonos respaldados por activos* en vez de *asset-backed bonds*, *pase a través* en vez de *pass-throughs*, y *pago a través* en vez de *pay-throughs*.

<sup>24</sup> O *trust*, que es el término inglés.

<sup>25</sup> Este mecanismo es el que suele usarse para la emisión de papeles comerciales con respaldo de activos, modalidad con que suele titularizarse las cuentas por cobrar de tarjetas de crédito, automóviles y cuentas por cobrar comerciales. Op. cit. 8, p. 9.

monto del colateral caiga por debajo del valor de la emisión. Tres son los casos por los que se usa la sobrecolateralización: en primer lugar, porque la reducción de valor del sobrecolateral tiene un comportamiento distinto al de la emisión. Tal efecto se produce debido a que los pagos sobre los activos dados en garantía suelen incluir intereses y amortizaciones de capital, haciendo que el valor del colateral reduzca su magnitud más rápidamente que el de la emisión.

La segunda razón es que el sobrecolateral protege al inversionista de los retrasos y la falta de pago de los activos financieros dados en garantía. En último término, el exceso de colateral protege al inversionista de las variaciones en el valor de mercado que pudieran tener los activos titularizados entre dos distintas fechas.

### 3.3. Pagos a través o *pay-throughs*

Esta modalidad combina algunas características de las dos modalidades anteriores: el bono es emitido y respaldado por un paquete de activos financieros que, sin embargo, no salen del balance del emisor. A su vez el flujo de caja generado por dicho paquete es destinado al pago de las condiciones de la emisión, de modo similar al realizado en la modalidad de *pass-throughs*.

El uso de una u otra modalidad (de pago o de deuda) o variaciones de ambas dependerá del tipo de emisor, los activos a ser titularizados, así como de los aspectos legales, contables e impositivos con los que el emisor opere.

## 4. Estructuras básicas de titularización: otra visión

Con un enfoque algo distinto<sup>26</sup>, aunque con términos similares y por lo tanto a veces equívocos, se clasifican también los mecanismos de titularización bajo dos modalidades: modalidad de traspaso o traslado y modalidad de pago. La piedra de toque aquí está en la utilización de un vehículo especial por parte del originador para el traspaso de los activos a titularizar versus la venta de dichos activos a una entidad emisora.

### 4.1. Modalidad de traspaso o traslado

Esta modalidad implica la creación de un patrimonio autónomo - muchas veces a través de una

fiducia-, contra el que se emiten los títulos que representan la titularidad sobre el paquete. De esta manera se aíslan los activos de los libros del originador y de los del mismo emisor, reduciéndose así los riesgos de mala administración.

### 4.2. Modalidad de pago

Supone, como se dijo líneas arriba, la venta de los títulos a un emisor, quien suele ser -dependiendo del ordenamiento legal de cada país- una empresa especializada en titularización que incorpora entre sus activos los activos a titularizar. El efecto es que los activos transferidos pasan a responder por cualquiera de las obligaciones contraídas por el emisor.

La ventaja del originador es doble: obtiene rápidamente la liquidez necesaria y queda desvinculado de la operación.

## 5. Ventajas de la titularización

La principal ventaja de este mecanismo es que permite a los originadores transformar activos inmovilizados o de lenta rotación en efectivo; sin embargo no constituye la única. Abajo se enumeran algunas otras ventajas:

- a. Protege al originador del riesgo por variaciones en la tasa de interés.
- b. Incrementa y diversifica el número de prestatarios originales y de inversionistas.
- c. Crea un mecanismo de financiamiento permanente y eficiente.
- d. Permite al originador remover activos de su balance y mejorar sus indicadores financieros.
- e. Constituye un mecanismo orientado hacia fondos de mediano y largo plazo que se ajusta mejor a la estructura crediticia de muchos originadores.
- f. Permite disminuir costos para el comprador, producto de la oportunidad que tiene el originador de ofrecer el producto y el financiamiento versus dos transacciones distintas con empresas desvinculadas.
- g. Permite desarrollar y profundizar el mercado de capitales.

<sup>26</sup> Un cuarto enfoque, además de los arriba enumerados, clasifica a los procesos de titularización como títulos respaldados por activos, papeles comerciales respaldados por activos y préstamos respaldados por activos. HOPKIN, Richard. En: *Securitisation*, setiembre 1992, p. 11.

## II. ASPECTOS LEGALES

Líneas arriba se ha dado una idea de lo que constituyen los diversos mecanismos de titularización. Pasamos ahora a explicar, primero, los distintos aspectos que suele aconsejarse tener legalmente en cuenta en una titularización, para luego, explicar brevemente los mecanismos legales adoptados en algunos países. Como dentro de dicha explicación debiera incluirse el tratamiento que se da a aspectos muy diversos como la notificación a los prestatarios originales, la constitución de vehículos especiales, la consolidación de estados financieros, la protección a los inversionistas, los aspectos contables e impositivos, las normas de excepción e incluso los usos y costumbres, se limitará la discusión en este artículo a los aspectos más fundamentales, dejando los demás para un documento que, por su naturaleza, permita un tratamiento más detenido.

### 1. Algunos aspectos legales de consideración<sup>27</sup>

Muchas de las estructuraciones basadas en activos pueden involucrar distintos ordenamientos; es por ello que incluimos a modo de esquema básico de análisis los siguientes rubros:

#### 1.1. Vehículos especiales

Dependiendo de la legislación, puede requerirse la constitución de empresas especializadas en titularización, realizar las operaciones bajo un fideicomiso, o tener la posibilidad de formar empresas de quiebra remota, patrimonios autónomos, etc. Dichos vehículos pueden a su vez, estar sujetos a limitaciones legales, registros, aprobaciones, prohibiciones y comunicaciones muy diversas, que es necesario tener presentes.

#### 1.2. Arbitraje jurisdiccional

El conocimiento del contexto normativo del lugar donde va a realizarse la titularización y de la legislación aplicable en otros países, puede permitir al estructurador aprovechar las ventajas de otras legislaciones dentro de un proceso que se denomina arbitraje jurisdiccional.

En este análisis las consideraciones impositivas son de la mayor relevancia. La titularización pue-

de estar sujeta a impuestos como la renta, impuestos al valor agregado o a las ventas, dobles efectos impositivos y pagos por registro, pagos por transacciones en el mercado de valores u otras cargas. La imposición puede recaer tanto respecto a los activos titularizables como a los papeles a ser emitidos.

### 1.3. Transferencia de los activos

Nos referimos en este punto al modo como los activos empaquetados van a ser trasladados al emisor. Dependiendo de cada legislación puede usarse uno de varios mecanismos: novación, cesión, subrogación e, incluso, subparticipación<sup>28</sup>. La elección de uno u otro dependerá de las modalidades permitidas en cada país y de las formalidades que cada uno demande. Regulaciones muy restrictivas, como la italiana, pueden constituir una seria limitación a estos procesos, pues demandan incluso la participación de un notario. Inversamente, países como España, Alemania o el Reino Unido permiten, para estos casos, cesiones o transferencias sin notificación a los deudores originales.

### 1.4. Mecanismos de cobertura

En este nivel, las opciones tomadas por los legisladores van desde la tipificación de los mecanismos a utilizar, hasta la indicación de los montos y las formas cómo estos se determinan. Otros países, en cambio, dejan el aspecto de control y calidad del papel a ser emitido a las empresas calificadoras y a la transparencia del mercado, permitiendo así mayor flexibilidad en la creación y estructuración de garantías. Cabe en este punto subrayar el importante rol que cumplen las empresas calificadoras.

## 2. Panorama legislativo internacional

Como anotáramos al inicio de esta segunda parte, buscamos limitar el tema de exposición a los notas más características de este mecanismo en algunos países: Estados Unidos, donde tuvo su origen; España y Francia, países europeos con tradiciones jurídicas similares al Perú; Japón en Asia y las más recientes experiencias latinoamericanas de Colombia y Chile. La presentación es de suyo elemental y centrada en los aspectos que considero más saltantes para orientar la tercera parte de este artículo. Valga esto como atingencia a las crí-

<sup>27</sup> Basado en: *Securitisation: a legal overview*. Op. cit., p. 16.

<sup>28</sup> Este mecanismo no constituye una transferencia en sentido estricto. Se trata a los inversionistas como acreedores del vehículo y a los prestatarios originales como deudores del mismo.

ticas que puedan resultar de un tratamiento que, reconozco, es voluntariamente simple y tal vez parcial en la selección de los contenidos tratados.

## 2.1. Estados Unidos

En la segunda parte hablamos ya de los esquemas básicos con que se estructuran los títulos respaldados por activos en los Estados Unidos. También se comentó que el originador tiene a disposición, en ese país, la constitución de vehículos especiales, el uso de un fideicomiso o de instituciones especializadas<sup>29</sup>.

La titularización en este país está sujeta a los Estatutos Federales, las leyes estatales (*Blue Sky Laws*) y las regulaciones de la Securities & Exchange Commission (SEC). Las normas fundamentales son la *Securities Act* de 1933, la *Securities Exchange Act* de 1934, la *Rule 415* y la *Investments Company Act* de 1940.

a. La *Securities Act* de 1933 dispone que todas las ofertas y ventas de títulos deben ser registradas en la SEC, a menos que se pueda obtener una excepción. La misma norma enumera diversas excepciones a la obligación de registro, como cuando la emisión es hecha por un banco o bajo su garantía. Dicho registro obliga al emisor a realizar reportes periódicos (anuales y trimestrales) de la situación financiera de la empresa. Sin embargo, para el caso de la titularización -donde los informes no resultan tan relevantes para el inversionista- se consideran excepciones a la obligación periódica de emitir información.

b. La *US Trust Indenture Act* de 1939 regula la oferta de títulos de deuda sobre ciertos montos, dependiendo de las circunstancias. Con el objeto de proteger a los inversionistas, señala en estos casos una serie de restricciones. Sin embargo, los procesos de titularización estructurados bajo un esquema de pago no están sujetos a esta norma.

c. La *US Investment Act* de 1940 obliga a las empresas de inversión a ser registradas en la SEC, por lo que el vehículo especial debe ser diseñado para evitar la obligación de registro, que impone adicionalmente una serie de limitaciones a las empresas de inversión. Diversas excepciones contenidas en la misma norma y enmiendas posteriores regulan dicha obligación de registro.

Un aspecto interesante es la posibilidad de transferir los activos bajo dos modalidades:

La tradicional, que implica la venta de títulos discretos y específicos, como son las cuentas por pagar de xxx o las de zzz, y que se usa para la transferencia de un sólo grupo de activos o dentro de esquemas de carácter revolvente. En contraposición a esta modalidad, se encuentra la transferencia de paquetes integrales, en la forma de derechos indivisos sobre ellos. Este último mecanismo es usado para la transferencia de todas las cuentas creadas o que vaya a crear el originador, o una de sus líneas de negocio, permitiendo de esta manera el flujo automático de activos hacia el vehículo<sup>30</sup>. La nota característica de este sistema, no está en la definición del paquete mismo, sino en que la inversión es hecha sobre el paquete de activos como un todo, antes que sobre determinados activos específicos.

Los inversionistas y las empresas norteamericanas tienen entonces a su disposición no sólo un mercado desarrollado y maduro, en el que este mecanismo se encuentra sumamente difundido. También se ven favorecidos con dispositivos legales que permiten la estructuración de procesos muy variados y flexibles, dentro de un esquema normativo adaptable a las necesidades del mercado.

## 2.2. Francia

Toco el caso francés pues muestra los resultados de una primera iniciativa legal que procuraba paliar las serias restricciones que el Código Civil de ese país ofrecía a este tipo de mecanismos. Si bien estas limitaciones aún subsisten y han limitado el desarrollo de estas operaciones, no han impedido la continua y cada vez mayor emisión de papeles "titularizados".

La legislación establecida en 1988 a través de la ley de *titrisation* procura el establecimiento de un mercado de títulos respaldados por activos, introduciendo las siguientes innovaciones:

a. Reduce las limitaciones y restricciones en la transferencia de activos financieros y la participación en los flujos de caja generados por dichos activos.

<sup>29</sup> *Conduits*, como Freddie Mac, Ginnie Mae o Maggie Mae. Para mayor detalle, ver BARLETT, William W. *Mortgage - Backed Securities*. New York Institute of Finance, Nueva York, 1989.

<sup>30</sup> Ver "Legal Aspects of the US Regulations". En: *Securitisation*, setiembre 1992, pp. 59 ss.

b. Establece como alternativa la constitución de sociedades de quiebra remota o empresas especializadas en titularización (*les Fonds Commun de Créances* o FCC).

c. Elimina impuestos corporativos, clarificando las normas contables.

El mecanismo usa los FCC para administrar la cartera y representar a los inversionistas. Asimismo, establece los denominados depositarios (*dépôtaires*) como custodios de los activos, encargando tal función sólo a instituciones financieras registradas.

Dicha norma, si bien redujo muchos de los obstáculos legales, no llegó a tratar una serie de aspectos que es necesario relieves, como<sup>31</sup>:

- a. Responsabilidad legal de las partes.
- b. Restricciones en el Código Civil que no encajan con el esquema de regulación de la titularización.
- c. Consecuencias impositivas inciertas.
- d. Monto de los mecanismos de cobertura.
- e. Estándares contables potencialmente desventajosos, entre otros.

### 2.3. España

El caso español es interesante; su norma pertenece a esta década y tiene como objetivo desarrollar el mercado español dentro de la "política gubernamental de vivienda"<sup>32</sup>. Por ello, la titularización es aplicable tan sólo a créditos hipotecarios. Sin embargo, se trata de una norma moderna, aunque sujeta a una serie de formalidades y un tratamiento impositivo desfavorable.

El mencionado mecanismo considera los siguientes aspectos<sup>33</sup>:

a. La conformación de "Fondos de Titularización Hipotecaria" como patrimonios separados y autónomos carentes de personalidad jurídica, integrados -en cuanto a su activo- por participaciones hi-

potecarias y -en cuanto al pasivo- por valores emitidos en cuantía y condiciones financieras tales que el valor patrimonial neto del Fondo sea nulo.

b. La administración y representación legal de los fondos corresponde a la sociedad gestora que los hubiese creado.

c. La creación de "Sociedades Gestoras de Fondos de Titularización Hipotecaria", que tienen como único objeto la administración y representación legal de uno o más fondos, correspondiéndoles -como gestoras de bienes ajenos- la representación y defensa de los intereses de los titulares de los valores emitidos.

d. La creación de estas sociedades requiere la autorización del Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe de la Comisión Nacional de Mercado de Valores, donde deberán registrarse.

e. Las sociedades gestoras sujetas a la supervisión, inspección y sanción de la Comisión Nacional de Valores.

f. El riesgo financiero de los valores emitidos está a cargo de una entidad calificadora.

g. Se permite el uso de mecanismos de cobertura, pero no se determinan montos.

h. Finalmente, los fondos de titularización están sujetos al Impuesto sobre sociedades de tipo general, pero exentos del impuesto sobre transmisiones patrimoniales y actos jurídicos documentados.

i. Se deja una serie de aspectos que deben ser regulados por posteriores reglamentos.

### 2.4. Japón

La norma fundamental es la N° 25 de 1948; inspirada en la *US Securities Act* de 1933 y en la *US Securities Exchange Act* de 1934. Sin embargo, la norma japonesa obliga, a diferencia de la norteamericana<sup>34</sup>, a recabar la autorización de funcionamiento como titularizadora del Ministerio de Finanzas<sup>35</sup>, y sujeta el sistema a ciertas normas de información y protección contra el fraude. De fecha

<sup>31</sup> Ver GRAHAM, Brett, y Robert SHEEHY. "The Prospects of French Securitisation". En: *Securitisation*, setiembre 1992.

<sup>32</sup> Ley 19/1992, Exposición de motivos.

<sup>33</sup> Ley 19/1992, artículos quinto y sexto.

<sup>34</sup> Como antes se dijo, en los Estados Unidos se requiere tan sólo del registro correspondiente en la SEC.

<sup>35</sup> Obligación que constituye para efectos prácticos una verdadera barrera de ingreso.

más reciente, la enmienda de 1992 busca flexibilizar muchas de las rigideces propias del sistema legal japonés, caracterizado por las complejas formalidades y restricciones.

La existencia de formalidades excesivas y restricciones sólo puede entenderse analizando varios factores no legales y legales que es interesante mencionar, por las consecuencias que tienen en el desarrollo del mercado de capitales japonés (opuesto al sistema norteamericano, por así decirlo).

Así, la legislación sobre nuevos productos financieros tiene que pasar por una suerte de acuerdo previo de los interesados, que suelen tener intereses encontrados. Por ejemplo, la legislación nipona divide el mercado de fondos en productos que constituyen títulos y los que no, teniendo capacidad de operación sobre los primeros las empresas del mercado de valores y sobre los otros, las empresas financieras. Encontramos entonces que la banca tiene un rol preponderante para la calificación de un nuevo instrumento como título. Precisamente, ha sido la banca quien ha logrado impedir que muchos activos sean calificados como tales para conservar el control sobre ellos<sup>36</sup>. Incluso, ante la liberación del mercado de bonos, los banqueros lograron imponer una serie de restricciones para impedir a las industrias el acceso al mercado de capitales<sup>37</sup>.

Las limitaciones van más allá del simple ordenamiento legal; es así que existe la costumbre de tener por prohibido todo aquello que la ley no permita expresamente, hecho que reduce la posibilidad de creación de nuevos instrumentos financieros, ya que este proceso debería basarse en la creatividad y constante innovación, dentro de un marco jurídico que no obligue, inversamente al caso japonés, a hacer lo que la ley no manda.

La lógica consecuencia de estas restricciones legales y no legales es la previsión de un futuro incierto para la titularización en el Japón.

## 2.5. Colombia

La elección del caso colombiano se debe, primero, a que utiliza un esquema similar al de otros países latinoamericanos: el fideicomiso; y, en segundo lugar, a que recientemente la titularización ha sido expresamente regulada por su ordenamiento, con una variedad de posibilidades interesantes de analizar. Con ello se ha logrado, a sólo unos meses de creado el nuevo esquema legal, que existan 17 operaciones pendientes de autorización (entre noviembre de 1993 y agosto de 1994).

La legislación colombiana usa como vehículo, al igual que la panameña<sup>38</sup> y la venezolana, el fideicomiso; para estos efectos establece las siguientes vías jurídicas<sup>39</sup>:

- a. Contratos de fiducia mercantil irrevocables.
- b. Constitución de fondos comunes a través de contratos de fiducia mercantil.
- c. Constitución de fondos de valores.

En las dos primeras alternativas pueden fungir como agentes<sup>40</sup> las sociedades fiduciarias que se constituyan o las instituciones financieras autorizadas para celebrar contratos de fiducia. La tercera vía está reservada para que operen como agentes las sociedades comisionistas de bolsa, pero sólo para la movilización de títulos registrados en el mercado de valores. En estos casos, el agente debe pedir la autorización respectiva ante la Superintendencia de Valores.

El mecanismo funciona a través de la formación de patrimonios autónomos constituidos a partir

<sup>36</sup> Así, los instrumentos respaldados por hipotecas y activos financieros de los bancos no están calificados como títulos, y por ende sólo pueden ser manejados por las empresas financieras. Las empresas de valores, sólo después de un gran enfrentamiento, lograron que se les permita acceder a los papeles comerciales.

<sup>37</sup> Contrariamente, en algunos países, gobierno y banca ven en la titularización un medio de fortalecimiento y desarrollo de su sistema financiero como mecanismo de reestructuración de los estados financieros de sus instituciones (Finlandia y Noruega, por ejemplo).

<sup>38</sup> Consultar en Panamá, Ley N° 1 de 1984, y en Venezuela, la Resolución de la Comisión Nacional de Valores del 10 de noviembre de 1993.

<sup>39</sup> Resolución N° 1994 de la Superintendencia de Valores de Colombia, del 4 de noviembre de 1993. También véase la Resolución 455, de 1993.

<sup>40</sup> Emisores en sentido estricto, aunque se les permite administrar el fondo.

de títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores, carteras de crédito, documentos de crédito, activos inmobiliarios, rentas y flujos de caja predecibles y otros activos que sean permitidos por la Superintendencia de Valores. Funciona también a partir de sumas de dinero destinadas a la adquisición de los activos antes descritos.

Los títulos deben ser provistos de mecanismos de cobertura suficientes, corresponder según el caso a las calificaciones A, B o C de cartera según las normas de la Superintendencia de Banca (o su equivalente para el caso de carteras no bancarias certificadas por un auditor) y deben sujetarse a un proceso de calificación de riesgo.

Se limita el uso de estos mecanismos para períodos mayores a un año, con el objeto de discriminar los medios de financiamiento de corto y largo plazo.

Como el mecanismo usa la fiducia, la acción en caso de incumplimiento se limita a la realización del patrimonio autónomo, pues no hay una real transferencia como sucede en los sistemas que no hacen uso de la fiducia<sup>41</sup> y que permiten que se pueda accionar contra el agente. En este sentido, los inversionistas no son considerados como obligacionistas de la entidad emisora, sino como titulares del patrimonio autónomo.

## 26. Chile

La legislación chilena -también de reciente data- con el exitoso precedente de las administradoras de fondos de pensiones, regula la titularización a través de la constitución de empresas especializadas, llamadas sociedades securitizadoras. Tales empresas tienen como único giro de negocio la estructuración de procesos de titularización a través de la conformación de patrimonios autónomos. Contra estos patrimonios no pueden ir los acreedores de la securitizadora, que funge de emisora y administradora, según el caso. A diferencia del caso colombiano, dado que se permite a los acreedores del patrimonio autónomo accionar contra la misma securitizadora, ésta no ejerce la representación de los inversionistas.

La legislación chilena distingue claramente entre el patrimonio de la securitizadora y el patrimonio

común, señalando normas específicas para el caso de quiebra del agente o liquidación del patrimonio. Asimismo obliga a la securitizadora a llevar un registro para cada patrimonio autónomo y contabilidades distintas para cada uno. Como en la ley colombiana, la titularización tiene definida su acción dentro del mercado de capitales. En este esquema las sociedades securitizadoras están sujetas a la autorización de la Superintendencia de Valores para su funcionamiento y se someten posteriormente a su control.

El esquema chileno, lo mismo que el español, crea una sociedad titularizadora bajo un concepto muy distinto al de la sociedad de quiebra remota<sup>42</sup>. Por ello establece capitales mínimos y restricciones sobre su manejo, sujetando en última instancia la disolución de la sociedad a la autorización de la propia Superintendencia.

## III. LINEAMIENTOS PARA LA LEGISLACION EN EL PAIS

Esta tercera parte contiene, a manera de conclusiones, los lineamientos que suponemos debería contener el esquema normativo de titularización en el Perú.

1. La norma debe buscar en términos generales cumplir con los siguientes objetivos:

a. Lograr un esquema definido y claro para la securitización.

b. El sistema debe ser flexible en cuanto a los vehículos especiales, los emisores, activos que respalden la emisión y su transferencia, tipos de títulos a emitir y mecanismos de cobertura.

c. Proporcionar transparencia y seguridad para el inversionista.

d. Diseñar un adecuado tratamiento tributario.

e. Integrarse a nuestro ordenamiento legal.

f. Aprovechar la experiencia internacional.

2. Los esquemas de titulación deben, conforme a su naturaleza, estar sometidos a las normas relativas al mercado de valores y por ende, sujetos a la regulación y reglamentación de la CONASEV.

<sup>41</sup> Salvo el caso de la legislación panameña que, siguiendo el esquema anglosajón, establece expresamente la transferencia de bienes al fiduciario.

<sup>42</sup> Sin llegar, como la española, a regular la propiedad.

3. Dentro del esquema de libre competencia y libre acceso a los mercados de capitales que viene implementándose, debe permitirse la constitución de empresas titularizadoras tanto a instituciones financieras, como a empresas y personas que no pertenezcan al sistema financiero o a otros sectores de la economía.

Debe utilizarse los precedentes en nuestra legislación para la formación de patrimonios independientes y para la creación de empresas titularizadoras de modo similar al caso chileno. Este esquema, en efecto, no es extraño en nuestro marco jurídico. Lo usan las Administradoras de Fondos de Pensiones, los Fondos Mutuos y Fondos Colectivos. La alternativa es el uso de la figura del fideicomiso que en el caso peruano se halla visiblemente subdesarrollada, limitada en cuanto a la naturaleza de los participantes, tipos de activos a ser movilizados y que incluso es prerrogativa de algunas instituciones financieras<sup>43</sup>.

Las empresas financieras debieran para estos efectos formar un departamento separado.

4. La titularización debe ser hecha sobre un mecanismo de efectiva transferencia de los activos a inmovilizar, los que deben ser retirados de los libros del originador y sobre los cuales los tenedores podrán ejercer titularidad dentro de un esquema de clara transmisión del riesgo<sup>44</sup>. Esto significa que la transferencia de activos debe hacerse sin recurso en favor del inversionista sobre el originador (cedente).

5. Las sociedades titularizadoras, como hemos visto, son creadas como vehículos especiales o como empresas permanentes. Las primeras constituyen sociedades de quiebra remota, en tanto que las otras son empresas especializadas en este tipo de operaciones.

Si bien la constitución de sociedades de quiebra remota es extraña en nuestro ordenamiento, (que además tiene una serie de rigideces para la disolución de empresas), su introducción sería un aporte importante. Téngase presente la utilización de esta modalidad dentro del esquema francés, con una tradición jurídica similar.

6. Nótese que la naturaleza misma de la titularización está en la movilización de activos y en la estructuración de mecanismos de cobertura suficientes para el cumplimiento de las obligaciones contenidas en los títulos emitidos y que, en este contexto, la sociedad titularizadora tiene como objetivo principal la individualización de los activos movilizados y la emisión correlativa de títulos contra el patrimonio independiente así constituido.

Dentro de este marco, la introducción de capitales mínimos –como se dispone en algunas legislaciones– y la inclusión de algunas restricciones a la propiedad sobre la sociedad titularizadora, son requisitos excesivamente altos<sup>45</sup> y operan, antes que como seguro para los inversionistas, como barrera de entrada que ocasiona la inmovilización de capitales productivos.

La introducción de limitaciones en la conformación de estas sociedades añade un elemento de cobertura a la titularización extraño al proceso mismo, proceso que repito, debiera estructurarse y calificarse como suficiente en sí mismo.

7. Debe existir una clara diferenciación entre lo que constituye el patrimonio común de la sociedad titularizadora y los patrimonios independientes que administra, a través de registros de los activos administrados y contabilidades individuales.

Similar separación debe considerarse para accionar en caso de falencias: los acreedores de la titularizadora no pueden accionar contra los patrimonios independientes, ni los del patrimonio autónomo en contra del patrimonio común, salvo pacto en contrario.

Llegados a este punto debe hacerse notar que si bien la titularizadora podría ser objeto de un proceso de quiebra, el patrimonio autónomo por naturaleza sólo puede entrar en liquidación.

8. El monto de cobertura adicional a los activos empaquetados debiera sujetarse a estándares internacionales y responder a las características de cada proceso y la calidad que cada emisor deseara a su título, antes que a montos fijos predeterminados como en algunas legislaciones.

<sup>43</sup> El uso del término fideicomiso en nuestra legislación es incluso equívoco, dado el precedente de su uso por nuestra Ley General de Sociedades.

<sup>44</sup> *Prima facie*, al margen de los mecanismos de cobertura.

<sup>45</sup> E inclusive innecesarios dentro de un esquema que permita la constitución de sociedades de quiebra remota.

En este punto, cabe resaltar el rol de las calificadoras de riesgo como verdaderos instrumentos de protección al inversionista.

9. La exposición de una relación detallada de mecanismos de cobertura -como hacen algunas legislaciones- tiene un carácter simplemente enumerativo y pedagógico, cuando en realidad debiera responder a los usos, modalidades e innovaciones que se hacen internacionalmente.

10. Siguiendo regulaciones más modernas debe flexibilizarse el mecanismo legal para la transferencia de los activos a través de la cesión, sin exigir, -como los casos español, alemán e inglés arriba explicados- la no notificación de la cesión realizada al deudor original. Este mecanismo debería contemplarse especialmente cuando el originador sigue administrando la cartera o ésta conserva un esquema de cobro similar al primitivo.

11. El esquema impositivo debe ser claro: sujetar la renta generada por los títulos emitidos a las exoneraciones vigentes y ser consistente con la exoneración a la cesión o transferencia de activos actual, dado que se trata de una cesión de derechos. El impuesto a la renta de tercera categoría debe ser limitado a las empresas securitizadoras que tengan como giro la generación de utilidades a través de la titularización de diversos paquetes. Este no es el caso de aquellas empresas que funcionan como vehículo especial con el único objetivo de independizar los activos.

#### IV. FUTURO DE LA SECURITIZACION

Las cifras son reveladoras: el mercado de títulos respaldados por activos ha crecido en los últimos años sustancialmente. El 40% de los créditos hipotecarios en los Estados Unidos son titularizados, con una clara tendencia a una mayor utilización de este mecanismo en activos diversos a los tradicionales, como créditos de consumo. Sólo en los últimos tres años en los Estados Unidos las emisiones públicas totalizaron 180 mil millones de dólares con una clara tendencia a la aparición de nuevos emisores. En el resto del mundo, las cifras muestran un desarrollo similar o se busca adecuar la legislación a estos productos.

#### DESARROLLO DEL MERCADO DE TITULOS CON RESPALDO EN ACTIVOS FINANCIEROS EN LOS EE.UU. <sup>46</sup>

	1992 US\$MM	1993 US\$MM	1994 US\$MM
Automóviles	23.2	24.0	17.8
Tarjetas de Crédito	15.7	19.3	31.0
Otros activos	2.9	8.0	12.1
Hipotecas	6.2	6.8	9.9
Casas manufacturadas	2.9	2.4	4.4
TOTAL	50.9	60.5	75.2

En el país podemos encontrar en la titularización un mecanismo de financiamiento moderno que permita a las empresas crecer con mayor facilidad y al público acceder a cada vez mejores condiciones crediticias. Téngase presente además el potencial del sector productivo, financiero y comercial. También pensemos en el desarrollo de proyectos de infraestructura y el apoyo a la mediana empresa que puede generarse. Estamos seguros que todo ello promoverá el deseado desarrollo y profundización de nuestro mercado de capitales.

#### REFERENCIA BIBLIOGRAFICA

1. Conferencia dictada por el doctor Sergio Rodríguez Azuero, Presidente de la Asociación de Fiduciarias de Colombia, en el IV Congreso Latinoamericano de Fideicomiso. Santafé de Bogotá D.C., agosto 25 de 1994.
2. PAVEL, Christine A. *Securitisaton*. Probus, Chicago, 1989.
3. FLEMING, Donald, y Chris OAKLEY. "Securization: a legal overview". En: *Securitisaton*, setiembre 1994.
4. MIAN, Sheehzad L., y Clifford W. SMITH, Jr. "Extending trade credit and financing receivables". En: *Journal of Applied Corporate Finance*, setiembre 1994.
5. BARLETT, William W. *Mortgage - Backed Securities*. New York Institute of Finance, Nueva York, 1989.

<sup>46</sup> Tomado de Smith Barney, Inc.

6. ROGERS y WELLS. *U.S. and International Offerings by Latin American Companies: Legal and Procedural Issues*. Julio 1944.
7. IMHORR, Eugene A., Jr. "Asset Securitization: Economic Effects and Accounting Issues". En: *Accounting Horizons*, vol. 6, n° 1, marzo 1992.
8. SWENGLE, Robert W., Jr. "Accounting for Asset Securitization". En: *Bankers Magazine*, mayo-junio 1989.
9. SWERINGA, Robert J. "Recognition and Measurements Issues in Accounting for Securitization Assets". En: *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol 4, II trimestre 1989.
10. Institute for International Research. *Asset Securitization*. Spring Conference, New York, 1994.
11. KOPFF, Gary J. "Asset Securitization in Argentina & Colombia". En: *The Financier: ACMT*, vol. 1, n° 3, agosto 1994.
12. Legislación correspondiente a cada país.