Asociación Bancaria
y de Entidades Financieras
de Colombia

INTRODUCCION A LA TITULARIZACION

ASPECTOS JURIDICOS

CARLOS E. MANRIQUE NIETO

Asociación Bancaria
y de Entidades Financieras
de Colombia

INTRODUCCION A LA TITULARIZACION

ASPECTOS JURIDICOS

CARLOS E. MANRIQUE NIETO

Introducción a la Titularización: Aspectos jurídicos

Autor: Carlos E. Manrique Nieto

Edición: Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia, Asobancaria
Cra. 9 No. 74-08 P. 9 - Tel. 2114811 - Fax 2119915 - A.A. 13994 - Santafé de Bogotá - Colombia.

Portada: Carlos González Bravo

Impresión: Taller de Artes Gráficas - Asobancaria-
Cra. 7 No. 17-01 P. 3 - Tel. 3411100 - Santafé de Bogotá

INDICE

I. NOCION GENERAL

En sentido general o como definición descriptiva **Titularizar o Titularización** es 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.

Es el medio para 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.

Es posible también dar la noción de titularización con la siguiente idea: El proceso en el que los derechos reales sobre activos productivos 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 Resolución 1394 del 4 de noviembre de 1993, que constituye el "estatuto de la titularización", no tiene una definición expresa de lo que es titularización, pero en repetidas oportunidades se refiere a ella como un "mecanismo de movilización de activos". Noción que resulta útil en la medida en que informa sobre la que se tiene como principal finalidad de la titularización, esto es, ser un instrumento para que el **originador** cambie y movilice sus activos no monetarios, y pueda convertirlos, por sustitución o por anticipación, de recaudos, en activos monetarios.

Desde el punto de vista estrictamente jurídico, la titularización es la expedición de documentos que representan o incorporan fracciones del derecho para usufructuar un patrimonio, que tiene como finalidad garantizar que los titulares de los derechos reciban una compensación por el dinero que pagaron al adquirirlos. Ahora bien, los derechos sobre el patrimonio no son derechos reales sobre uno o varios activos ni indiviso sobre el universo de bienes que lo conforman. Son derechos para exigir a un intermediario gestor que detenta

formalmente la propiedad de los activos que conforman el patrimonio, que realice una obligación de hacer y/o dar que se traduce en que administrará los activos y entregará el usufructo de éstos a los inversionistas que tengan en su poder los documentos que representan el derecho a recibir dicho beneficio.

Como último elemento de esta aproximación a las nociones o definiciones, debe tenerse en cuenta que mediante la titularización se distribuye entre muchas personas el usufructo de los activos. Por ello, la titularización es democratización de propiedad y de crédito y, por consiguiente, está regida por la tendencia de nuestra Constitución, lo que permite suponer el impulso que recibirá de las autoridades que estén obligadas a conseguir dichos postulados.

II. INSTITUCIONES JURIDICAS INVOLUCRADAS EN EL PROCESO

1. LOS DERECHOS REALES

Los derechos reales son una potestad jurídica para que una persona pueda exigir a todas las demás personas (Erga Omes) que se abstengan de usar, usufructuar, o disponer de un bien. A contrario sensu, es el derecho a usar, disfrutar o disponer de un bien.

El tráfico comercial y económico moderno, tiene como base fundamental el principal de estos derechos que es el derecho de dominio o propiedad. Las personas se ganan la vida y generan riqueza a partir de la posibilidad de usufructuar los bienes, por la vía de hacerlos producir frutos o por la vía de cambiarlos obteniendo una diferencia favorable entre el valor de adquisición y el valor de enajenación.

El derecho de dominio es un instrumento para poder hacer productivo un bien y para generar riqueza a partir de él.

El tema de los derechos reales se menciona como entidad jurídica del proceso, porque de él se vale el gestor para cumplir su misión de explotación económica en beneficio de los usufructuarios.

Tradicionalmente, para hacer colectivo este derecho de propiedad, sin que se haga impracticable por la dificultad en poner de acuerdo a los copropietarios, el sistema jurídico se ha valido de las sociedades para lograr el fin de distribuir la riqueza proveniente de una explotación económica entre varios usufructuarios. En ellos, el usufructuario cambia su derecho real sobre los bienes productivos por un derecho personal contra la persona ficticia que los explotó, que le permite exigir una utilidad periódica y una parte del patrimonio al final de la empresa.

Cuando se utilizan mecanismos alternativos a la propiedad para gozar de los resultados de la explotación económica de uno o más bienes, la noción de propietario se cambia por la de **usufructuario o beneficiario real.**

En el proceso de titularización, el derecho real de dominio se concentra en una sóla persona, quien lo adquiere sujeto a usarlo únicamente para transferir la riqueza que produce a los usufructuarios o beneficiarios reales, cobrando por ello una remuneración.

2. LOS NEGOCIOS DE GESTION, NEGOCIOS MEDIO O NEGOCIOS DE INTERMEDIACION

Presentaremos una breve noción de lo que son estos negocios, desde la perspectiva de que son instrumentos para que una persona, sin ser propietaria o explotadora directa de unos activos, pueda ser beneficiaria real o usufructuaria de la explotación económica de ellos.

El derecho permite que se puedan "usar" personas para darles el derecho de propiedad sobre unos activos con el fin y la obligación de que entreguen el usufructo o beneficio real de su explotación a los terceros que hayan adquirido el derecho a exigirles esa obligación.

Esta posibilidad jurídica se enmarca dentro de los llamados negocios de gestión o negocios medio. Ellos tienen dos características principales:

- La primera que necesariamente tiene tres partes, en la medida en que el compromiso que adquiere el contratista, es para realizar un acto jurídico con un tercero.

  Esto implica que el encargante, parte uno, celebra un contrato con un contratista que tiene la calidad de intermediario o gestor, parte dos, cuya obligación es realizar actos o contratos con terceros, para buscar beneficios económicos en favor del encargante parte uno.

- La segunda que, necesariamente el resultado económico de la gestión del intermediario o gestor, afectará el patrimonio del encargante o del tercero y será transparente o neutra para el patrimonio del gestor, quien solo podrá recibir como beneficio la remuneración o el honorario por su gestión.

Es necesario, para complementar la visión sobre el asunto, decir que son diversas las formas jurídicas de las que se pueden valer los interesados para lograr que el gestor o intermediario actúe válidamente ante terceros, en beneficio o por cuenta del encargante.

La primera de ellas es la representación, esto es, la ficción jurídica en virtud de la cual quien contrata no es la persona física con quien negocia sino un tercero (encargante) que otorgó un "poder", para que el intermediario pudiera obligarlo.

La segunda, es el uso de los derechos reales con este mismo propósito. En este caso, en vez de darle un poder al intermediario, el encargante le transfiere la propiedad del bien sobre el que recae la gestión, para que éste, prevalido de la calidad formal de propietario pueda obtener los frutos de su explotación o su venta, con el propósito de transferirlos al encargante. En esta forma de apoderamiento, el efecto económico se produce primero en el patrimonio del intermediario, quien tiene una obligación personal de, mediante un acto jurídico posterior, transferírselo al encargante.

Frente al encargante y frente a los terceros, el intermediario es parte real efectiva, de manera que el negocio tiene plenos efectos jurídicos entre ellos, no vinculantes para el encargante, quien solo recibirá el efecto económico del negocio mediante un acto jurídico posterior, realizado entre él y el intermediario.

Ejemplo típico de esta forma de apoderamiento indirecto, es el mandato sin representación, como sería el caso en que, ante la necesidad de ausentarse del país, se le da un dinero a un hermano, para que compre a su nombre un lote, desarrolle en él un edificio, venda los apartamentos y con el producto o utilidad del negocio, compre unas acciones también a su nombre, las que deberá endosar y traspasar al hermano encargante a su regreso del viaje.

Probablemente para el vendedor del lote, para los compradores de los apartamentos y para el vendedor de las acciones sea desconocido que el resultado de sus contratos habría de ir a parar al patrimonio de alguien distinto de la persona con la cual estaban contratando, no obstante lo cual, el hermano está obligado jurídicamente y por lo tanto le es exigible judicialmente, la entrega de los resultados del negocio al hermano viajero.

Una consideración importante en este repaso de las instituciones jurídicas en que se apoya la Titularización es que los contratos de medio, de gestión o de intermediación al igual que todos los contratos, admiten ser cedidos total o parcialmente.

En efecto, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 887 a 896 de nuestro Código del Comercio, cualquiera de las partes de un contrato puede hacerse sustituir por otra en los derechos -todos o parte de ellos y en las obligaciones todas o parte de ellas- cumpliendo determinados requisitos.

Siendo ello así, hay que advertir que el derecho a exigir al gestor que transfiera el resultado de su gestión, puede "circular" total o parcialmente cumpliendo reglas normativas y contractuales, de manera que el usufructo o aprovechamiento económico circule con la cesión de esos derechos sobre la gestión del intermediario gestor.

Esta manera de apoderamiento indirecto con transferencia de propiedad al gestor tiene una debilidad, derivada del hecho de que, como para los terceros es transparente la finalidad o la razón por la cual el intermediario es propietario y como por regla general todo de lo que se es propietario forma parte del patrimonio de una persona y, como el patrimonio es una manifestación de la seguridad jurídica que se traduce en una garantía general que se expresa en que, todo lo que una persona tiene garantiza todo lo que debe, el bien cuyo interés económico real es del beneficiario encargante está sujeto al riesgo de ser embargado o secuestrado y destinado al pago de obligaciones adquiridas por el intermediario para su propio beneficio y, por lo tanto, diferentes de las propias del encargo o propósito al que el bien está afecto.

Nuestra legislación ha tipificado algunos de estos negocios, como son los contratos de comisión, mandato, consignación o estimatorio, fiducia mercantil, etc.

3. EL PATRIMONIO EN GENERAL Y EL PATRIMONIO AUTONOMO, ESPECIAL O DE AFECTACION, EN PARTICULAR

Para sortear esta debilidad se ha utilizado la noción de patrimonio especial, autónomo o de afectación.

Utilizaré la entidad jurídica de la sociedad para introducir este tema:

Las sociedades son un patrimonio afecto al cumplimiento del objeto o empresa social, patrimonio al que la ley le reconoce una personalidad jurídica para que pueda actuar en el mundo del derecho o del comercio y que se vale de un representante legal para expresarse. La sociedad es propietaria de los activos que se explotan económicamente y tiene la obligación personal de transferir a los codueños accionistas o socios el resultado del aprovechamiento económico de dichos bienes. Los socios o accionistas no son dueños del patrimonio ni de los activos de la sociedad. Tienen un derecho personal para que la persona jurídica que constituye la sociedad les pague los dividendos alícuota de la utilidad y una parte de lo que quede al momento de la liquidación alícuota del patrimonio.

Cuando los derechos personales contra la persona jurídica social se incorporan o representan en documentos, se está en presencia de un proceso de titularización.

Para efectos de nuestro análisis sobre la titularización, el gestor o intermediario que detenta la propiedad de los bienes objeto de la explotación económica en beneficio de los terceros inversionistas, es la misma persona jurídica sociedad que se conforma para representar y dar vida jurídica al patrimonio.

La sociedad es un patrimonio aparte y distinto del de los socios, cuya única capacidad de endeudamiento está dada por el objeto social. A este patrimonio se le dotó de personería jurídica para que actuara en el mundo del derecho.

Pues bien, la misma ley que permite que todos aceptemos que las personas jurídicas tienen los mismos derechos que las naturales, ha permitido que se destinen un grupo de bienes a un fin u objeto determinado, sin necesidad de que se conviertan en una persona jurídica, proveyéndolos de un vocero que, prevalido de su calidad de propietario, los manipula para lograr el fin del encargo. No es propio hablar de representación del patrimonio, por cuanto la representación es una figura para las personas. Jurídicamente solo se pueden representar las personas. Pero salvo esta consideración se puede decir que la vocería tiene los mismos efectos que la representación.

Con base en la analogía con la sociedad, el patrimonio autónomo se puede explicar en los siguientes términos:

3.1. El concepto de patrimonio en general

a) El patrimonio es una noción de garantía. Es una entidad jurídica que se relaciona con la seguridad jurídica y económica en el tráfico económico.

El concepto del patrimonio, su inalienabilidad e indivisibilidad han ido cambiando y desarrollándose hasta convertirse en un instrumento de agilidad y de gran eficiencia para el tráfico económico de los tiempos actuales.

Muchas son las definiciones que tradicionalmente se han dado de este concepto elemental y esencial en materia de derecho.

Una primera definición de PATRIMONIO: "El conjunto de relaciones jurídicas de una persona, que tienen valor económico". (Fadda y Bensa, citado por la Enciclopedia Jurídica Omeba, Tomo XXI, por Claudia Villamil y Leonor Osuna, en su tesis, FIDUCIA PUBLICA, para optar el grado de Abogados, en la Facultad de Derecho de la Universidad de los Andes, 1990).

Esta definición, como la de Planiol y Ripert y otros muchos, asume el PATRIMONIO como el conjunto de activos y pasivos, apreciables en dinero que pertenecen a una persona o que le pueden pertenecer en el futuro. Atienden ellas a la concepción unitaria del patrimonio, inclusive hasta consagrarlo como un atributo de la personalidad. Todo ser humano por el hecho de serlo tiene un patrimonio y no puede existir un patrimonio sin que exista una persona que sea su titular, son los corolarios de esta posición.

Es una definición que crea una FICCION, una norma de conveniencia económica que fue generalmente aceptada, que en la práctica lo que produce es que la sumatoria de todo lo que una persona tiene y debe, forma un ente diferente de las cosas y de los créditos en sí mismos considerados. Genera el conjunto de derechos activos y pasivos de una persona.

Como quiera que dicha ficción involucraba una noción de Universalidad y el universo lo involucra todo, luego no puede ser sino uno, se concluyó con impecable deducción silogística que el patrimonio no era más que uno, único y consustancial a la persona, como existente o como potencia en la medida en que surgía desde el momento en que la persona adquiría alguna relación de carácter economico.

Otra versión sobre este mismo concepto la dio el maestro ARTURO VALENCIA ZEA, en su libro de LOS DERECHOS REALES, tomo que hace parte de su colección DERECHO CIVIL, Editorial Temis, Bogotá, 1980, en la cual expone el pensamiento de la doctrina moderna sobre el patrimonio. Apoyado en Gény y en Picard, afirma que si bien los postulados

iniciales de la doctrina clásica antes expuesta son ciertos. las deducciones que de ella se hicieron, no lo son y van más allá de dichos postulados.

Otro razonamiento sobre la noción de patrimonio tiene el siguiente enunciado: De la Universalidad no puede excluirse el que se pueda dividir el universo, con determinación o no de los componentes de cada uno de los elementos que integran dichas partes. Esta escuela asume el patrimonio desde el punto de vista finalista, no desde el punto de vista de su génesis. El hecho de que el patrimonio sea un grupo de bienes sujetos a la potestad de un sólo individuo no quiere decir que no pueda destinarse a ser garantía para diversos fines. La ficción ahora es que el conjunto, con afinidad o entidad jurídica, con efectos económicos, se identifica por su finalidad y no por su titular.

Puede concluirse de la reflexión del maestro Valencia, adicionalmente, que la sumatoria de conjuntos parciales, de conjuntos destinados a fines específicos, debe ser ahora la noción de PATRIMONIO.

Con base en lo anterior considero que PATRIMONIO es la ficción legal, que consagra la presunción de que todos los derechos vinculados a una persona evaluables en dinero, están afectos a servir de base para sus relaciones económicas, como fuente de nuevos derechos o como garantía de sus acreedores.

El patrimonio general, es una ficción propia de la seguridad jurídica, afecto a una finalidad universal no específica, como es la de conformar la masa de garantía con la que el sujeto se presenta ante sus semejantes para fundamentar sus transacciones económicas. Esta misma finalidad puede presentarse bajo ciertas condiciones para ser garantía de actividades económicas específicas y diversas de una misma persona, con lo que se generan los patrimonios autónomos, especiales o de afectación.

3.2. El patrimonio autónomo especial o de afectación

La ley ha ido creando, con igual rigor que el concepto inicial de patrimonio, sujeto a su autorización y a determinados requisitos otras formas de patrimonios parciales, afectos a

finalidades o para responder a necesidades de índole colectiva como la protección de la familia, del quebrado, de los acreedores del fallecido, etc. Uno de ellos es el patrimonio autónomo, de afectación o especial o separado como el que se presenta en la fiducia mercantil.

El principio del patrimonio único fue modificado por los artículos 1227, 1233 y 1238 del Código de Comercio, para crear patrimonios afectos a las obligaciones específicas emanadas de la gestión que se encarga al fiduciario en el contrato de fiducia.

El primer elemento fundamental, es que fue consagrado por la ley, fuente única de derecho en un sistema positivo como el nuestro.

"**ART. 1227.** *Los bienes objeto de la fiducia no forman parte de la garantía general de los acreedores del fiduciario y sólo garantizan las obligaciones contraídas en el cumplimiento de la finalidad perseguida*".

"**ART. 1233.** *Para todos los efectos legales, los bienes fideicomitidos deberán mantenerse separados del resto del activo del fiduciario y de los que corresponden a otros negocios fiduciarios, y forman un patrimonio autónomo afecto a la finalidad contemplada en el acto constitutivo*".

"**ART. 1238.** *Los bienes objeto del negocio fiduciario no podrán ser perseguidos por los acreedores del fiduciante, a menos que sus acreencias sean anteriores a la constitución del mismo. Los acreedores del beneficiario solamente podrán perseguir los rendimientos que le reporten dichos bienes. El negocio fiduciario en fraude de terceros podrá ser impugnado por los interesados. (C. de Co.)*".

Como puede deducirse fácilmente de la lectura de las normas transcritas, la ley ha creado una forma de patrimonios especiales escindibles del patrimonio general de la fiduciaria, afecto a una finalidad determinada con lo cual se da cumplimiento fiel a dos de las características necesarias para la existencia de esta forma de patrimonios y ha dado un alcance muy preciso a la definición y límites de esta figura.

Antes de analizarlas es conveniente insistir para efectos de la seguridad jurídica que el sistema colombiano vincula el patrimonio autónomo al contrato de fiducia que está limitado a ser ejecutado por fiduciarios institucionales sujetos en su funcionamiento a autorización previa y especial del Estado, y a un régimen de vigilancia e intervención particularmente severo. Estas medidas tienen la ventaja respecto a las soluciones dadas en otros países, que limitan de manera efectiva, la posibilidad de utilizar el aislamiento patrimonial para efectos fraudulentos. El grado de institucionalización a que están sometidos los fiduciarios los hace muy vulnerables a los efectos que la ley prevé para el fraude y de fácil persecución para efectos de los perjuicios, por el incumplimiento negligente o doloso de sus encargos.

El artículo 1227 antes enunciado trae dos consecuencias de gran importancia para la figura.

Los bienes objeto de la fiducia, no obstante ser propiedad de la fiduciaria (art. 1226 del C. de Co.) no forman parte de la garantía general de sus acreedores.

No podrán los acreedores de la fiduciaria como tal, v.g., sus trabajadores, proveedores o prestamistas o los damnificados por daños imputables a ella, reclamar por vía judicial que se les paguen sus acreencias con el producto de la liquidación los bienes que se le han transferido a título de fiducia mercantil.

El artículo 1233, refuerza de manera clara lo dicho en los párrafos inmediatamente anteriores y adiciona para todos los efectos legales el elemento de separación de los bienes fideicomitidos, del activo del fiduciario y de los de otros patrimonios autónomos.

A este respecto creemos que vale la pena recordar que el patrimonio autónomo es una presunción de derecho, una ficción legal, que produce efectos dentro del propósito general del patrimonio, como es la de determinar la garantía de los acreedores del respectivo conjunto patrimonial. Por tanto, no creemos que la separación deba ser de carácter físico. En materia de ciencia contable es perfectamente posible determinar los activos de cada patrimonio autónomo, para que la separación tenga efecto respecto de la finalidad legal

sin necesidad de la separación física de los bienes y creemos que con base en lo expresado anteriormente sobre la naturaleza jurídica de los patrimonios, es fácil concluir que ese es el alcance del artículo que comento.

El artículo 1238 del C. de Co., ratifica la separación legal para efectos de responsabilidad patrimonial y es argumento para afirmar la plena propiedad del fiduciario sobre los bienes fideicomitidos.

Así como para las sociedades se escogió por el legislador la figura de la ficción de la personalidad jurídica, la legislación comercial colombiana escogió como mecanismo de expresión y vocería de los patrimonios autónomos de la fiducia, al fiduciario.

El fiduciario (Sociedades Fiduciarias y Entidades Financieras de creación legal) es el medio para que el patrimonio autónomo "hable" y se "relacione" con los demás sujetos de derecho. La titularidad de los bienes fideicomitidos, la obligación de fijar una finalidad para el acto de constitución y la obligación para el fiduciario de cumplirla, exigible por el fideicomitente y el beneficiario por vía administrativa ante el Superintendente Bancario o por vía judicial ante el Juez del domicilio de fiduciario (Jurisdicción Comercial), constituyen "el sistema" que permite al fiduciario movilizar los bienes, disponer de ellos, comprometerlos o adquirir acreencias o nuevos bienes para el fideicomiso.

A manera de conclusión sobre el tema del patrimonio autónomo de la fiducia mercantil podemos decir:

- El patrimonio autónomo, es una institución jurídica válida y con plenos efectos jurídicos en Colombia. Su eficacia está dada por las normas legales.

- Estas les permiten actuar en el mundo de las relaciones económicas con plenos efectos, adquiriendo derechos o contrayendo obligaciones, si ellas están vinculadas con la finalidad que se determinó al momento de la constitución del mismo.

- El patrimonio autónomo de la fiducia mercantil es una ventaja jurídica con que el legislador protegió los bienes sujetos a un encargo, para evitar que los acreedores del gestor -lo fiduciario- que no tienen causa para mejorar su garantía con los bienes del encargo, puedan **usarlos** para satisfacer sus acreencias.

En el patrimonio autónomo de la fiducia mercantil, el legislador colombiano escogió, entre otras soluciones dadas en el mundo referentes al punto del aislamiento o afectación patrimonial, una que conlleva un alto grado de seguridad jurídica al otorgar a una institución especializada sujeta a su control y vigilancia como es el FIDUCIARIO, la capacidad de movilizar y operar patrimonios autónomos, siendo esta entidad con personería jurídica el mecanismo de expresión y medio de obligarse para dichos patrimonios autónomos.

III. LA TITULARIZACION: VISION GENERAL

Tenemos entonces que la titularización se vale de contratos medio o instrumento o de gestión para colocar la propiedad de uno o más bienes en cabeza de una persona, con el objeto de que ésta los haga producir dinero y se obligue a entregar el resultado económico de esa gestión a las personas que adquieran del originador o encargante inicial, el derecho a reclamar ese aprovechamiento económico. Ese derecho, con sus condiciones de cumplimiento y los términos en que puede ser exigido, se incorpora en unos documentos, que, si llenan los requisitos para ello, se inscriben en el mercado bursátil, para que circulen libremente entre ahorradores e inversionistas. Mediante este fenómeno, cualquiera que tenga el título, tiene el derecho a exigir la prestación al intermediario, lo que en la práctica se traduce en que tiene el derecho a participar del usufructo a beneficio económico de los bienes.

Hay que advertir que, para efectos de los procesos de titularización que se pretendan inscribir en el Registro Nacional de Valores por la vía que regula la Resolución 1394 de 1993, solo pueden ser intermediarios los agentes de titularización; la resolución limita a

los fiduciarios institucionales (sociedades fiduciarias o entidades financieras de creación legal autorizadas para ser fiduciarios) y los comisionistas de bolsa.

Para describir con más detalle el proceso de titularización, me valgo de la metodología de describir los **roles** involucrados en él.

Hablo de roles más que de sujetos porque un sólo sujeto puede tener dos o más funciones en el proceso de titularización. Cada papel o cada rol de parte, significa desde el punto de vista jurídico y económico, una obligación y un beneficio distinto.

En esta parte del trabajo se hacen comentarios o consideraciones pertinentes sobre las partes y sobre los sujetos que pueden invertir en un proceso de titularización. Se incluyen todas las partes que pueden actuar en este tipo de operaciones, considerando que no todas ellas son necesarias en los procesos de titularización.

1. EL ORIGINADOR

Así se ha denominado a la persona jurídica o natural o al ente capaz de adquirir derechos o contraer obligaciones que da comienzo al proceso de titularización. Esta persona tiene derechos reales sobre uno o más activos homogéneos o no, que pueden generar un flujo de caja cuantificado o cuantificable, la que los entrega al agente de la titularización para que en su calidad de propietario reciba los beneficios de ellos y los entregue a los tenedores de los títulos, con lo cual logra que dichos activos se transformen en los títulos que permitirán su circulación. El originador es en términos de la relación del negocio de gestión o medio, el encargante. El originador puede ser cualquier persona natural o jurídica, sin importar el sector o actividad económica en que se desempeñe.

La Resolución 1394 de 1993 de la Superintendencia de Valores, discrimina las titularizaciones según sean originadores las entidades del sector financiero o de otros sectores de la economía, haciendo más "fácil" la titularización si su originador es una entidad financiera, en la medida en que los requisitos de seguridades del proceso son más fáciles

o más económicos para los procesos producidos por ellas, tal y como se explicará más adelante.

Dicha resolución lo define como "una o más personas que transfieren los bienes base del proceso de titularización, cuya presencia no resulta esencial en los procesos establecidos a partir de la conformación de fondos especiales o de valores". La razón de esto último, es que en estos fondos, los activos con base en los cuales se produce el resultado económico, no son aportados, sino que se adquieren por el intermediario o agente de la titularización, con los aportes en dinero de los muchos inversionistas que se vinculan al negocio.

La calidad y solvencia financiera del originador solo tiene, en principio, importancia desde el punto de vista comercial y de imagen del papel, pero no desde el punto de vista económico-jurídico, porque en un proceso de titularización **completo,** el riego financiero de los títulos que se emiten, le es totalmente ajeno, por haberlo transmitido a los inversionistas finales o a los garantes de la operación. He dicho **completo,** puesto que, es posible que en algunas formas de titularización, el originador conserve algún grado de responsabilidad económico-jurídica por haber adquirido compromiso con la eficacia del flujo de caja entregado para la titularización o con la eficacia de la administración del mismo lo que lo comprometería, en mayor o menor grado, la solvencia de los títulos emitidos.

En general, los activos que respaldan la titularización salen del patrimonio-balance del originador, contra una cuenta por cobrar al agente, o mejor aún, contra una cuenta de su activo, denominada "derechos sobre una titularización" o "derechos sobre un contrato de fiducia", cuenta que se debe cancelar contra los ingresos de caja que se reciban por la venta de los títulos. Es posible que esta cuenta se cancele con el recibo por el originador y el consecuente registro en el balance de los títulos emitidos por el agente.

2. EL AGENTE DE LA TITULARIZACION Y EMISOR DE LOS TITULOS

Este sujeto realiza las dos funciones unidas necesariamente, por ello se presenta en un solo capítulo.

A. Agente de titularización

A él se le confía la misión de ser propietario de los activos que se explotarán económicamente y por lo tanto la responsabilidad de su administración y la responsabilidad de que efectivamente se conviertan, por sus frutos o por su venta, en recursos monetarios para atender la obligación expresada en los títulos.

Hay que hacer expreso que la obligación que se incorpora en los títulos es una obligación de carácter personal contra el intermediario agente de la titularización para que haga llegar a los beneficiarios de su gestión (Obligación DE DAR Y DE HACER), el usufructo o beneficio real de los activos objeto del proceso. **Los tenedores de los títulos, no tienen derechos reales sobre los activos afectos al proceso, ni ellos hacen parte de sus patrimonios.**

Para que los beneficiarios reales de dichos activos no corran los riesgos derivados de las obligaciones propias del agente éste debe tener la facultad legal de generar patrimonios autónomos aislados o de afectación. Los agentes de titularización -intermediario o gestor en términos de los negocios medio o de gestión- en Colombia, según la Resolución 1394 de 1993 de la Superintendencia de Valores, son precisamente, dos entidades a las que la ley les permite ser voceros de patrimonios autónomos, como son los fiduciarios institucionales y los comisionistas de bolsa.

No obstante esta precisión de la resolución, en términos generales y de conformidad con nuestro sistema jurídico, al menos desde el aspecto teórico, son muchos quienes están capacitados para ser agentes de titularización. Cualquier intermediario en un negocio de medio o de gestión puede, con algunas previsiones serlo. Hago esta salvedad para dejar una llamada a futuros desarrollos de la titularización en un campo más amplio que el que nos ofrece la Resolución 1394.

El agente de titularización cumple su función principal, manteniendo el derecho real (haciéndose dueño) sobre los activos que generan el flujo de caja, controlando y exigiendo

su recaudo o su productividad y destinando el fruto de la gestión al pago de los títulos que ha emitido en el que consta dicha obligación. Según la clase de activos sobre los que esté apoyado el proceso, el agente deberá custodiarlos, cobrarlos, venderlos y en general gobernarlos para que produzcan el flujo de caja mínimo estimado; deberá mantenerlos, reponerlos y en general, realizar todos los actos pertinentes con el criterio de administración de los mismos. Los bienes que son objeto de la titularización, pueden ser de naturaleza muy disímil y por ello el alcance de la administración a cargo del agente, puede ser diverso.

Como se dijo antes, la Resolución 1394 de 1993, restringe los agentes de titularización en Colombia a dos: Las sociedades fiduciarias, a través de fondos comunes especiales y patrimonios autónomos derivados de contratos de fiducia, y los corredores de bolsa, a través de fondos de inversión.

En otros países, estos procesos se hacen a través de las denominadas sociedades de quiebra lejana, que son sociedades anónimas de objeto único y capacidad restringida. Ellas permiten, por la limitación de adquirir otras obligaciones, dar la seguridad del aislamiento patrimonial que requieren los inversionistas porque se dedican exclusivamente a "tener" los activos, ejercer los derechos de recaudo de flujos y pagar los títulos representativos de su obligación, de su capital, o de ambos, según como se haya planeado el proceso. Estas sociedades de quiebra cumplen la función del agente de titularización.

En nuestro medio aún sin consagración expresa, esta modalidad, en mi criterio es posible desde el punto de vista jurídico. Se justificaría económicamente para grandes procesos de titularización y tendría la ventaja de acompañar los títulos (acciones ordinarias o preferenciales) de ventajas tributarias derivadas del esfuerzo que el Estado ha realizado en los últimos años por crear sociedades anónimas abiertas. Sobre esta modalidad de titularización, el Gobierno Nacional en el literal j), art. 4o. de la Ley 35 de 1993, dice que podrán ser objeto del mercado público de valores, participaciones en sociedades en proceso de constitución.

En mi opinión, los almacenes generales de depósito, los agentes de aduana y las sociedades navieras y transportadoras en general, con suficiente solvencia económica y reconocimiento comercial, en **joint venture**, con entidades financieras o comisionistas de bolsa, podrían constituirse en agentes de titularización, en un futuro no muy lejano, previos algunos ajustes legales, para los bienes que se encuentren en tránsito bajo su custodia o cuidado.

Son características especiales que debe tener el agente de la titularización, como propietario de los activos base del proceso, la capacidad de generar aislamiento patrimonial, esto es, de colocar los bienes en una situación jurídica tal que no puedan ser perseguidos por sus propios acreedores, ni los de los beneficiarios ni los del originador. Esta capacidad es fundamental para evitar que haya distracciones de la finalidad, con lo que fueron colocados bajo su propiedad, que es el que tenga solvencia al pagar los títulos emitidos.

Es también importante la capacidad que tenga el agente de administrar dichos bienes y especialmente, que tenga solvencia para asegurar que el flujo mínimo que se proyecta recibir, llegue efectivamente a sus manos en el momento adecuado para poder cubrir los títulos emitidos, atender los pagos de dichos títulos con el mayor cubrimiento posible y brindar la mejor información posible sobre ello en el mercado, la situación de patrimonio y la integridad de las proyecciones en que se apoya.

También son condiciones importantes del agente, su independencia económica y administrativa del originador, si éste conserva relaciones de administración o soporta parcialmente el riesgo de la emisión. Esta independencia se exige principalmente de los "productores del flujo" o derechos que generan los recursos, para que los inversionistas tengan la seguridad, en caso de problemas financieros o "sequedad" en el flujo de caja, que el agente de titularización actuará con rigor y eficiencia para su recuperación, en beneficio de los tenedores de títulos.

Por último, es conveniente que el agente esté sujeto a la vigilancia del Estado, pues éste tiene por norma constitucional y legal, el control y vigilancia de la actividad financiera y bursátil, elemento esencial para el control de calidad y freno para el uso que este tipo de

operaciones puede generar y especialmente porque asegura la transparencia y oportunidad de la información sobre el papel emitido, elemento que compone la regla de oro de todo mercado bursátil y el éxito y perduración de un proceso que como este, constituye feliz alternativa para todos los sectores de la economía.

B. Emisor de Títulos

El agente de titularización es quien debe emitir los títulos.

Emitir es adquirir la obligación descrita en el título, por firmar el documento y entregarlo con la intención de que circule. (Tomado en el sentido en que lo define el Código de Comercio en su artículo 625). Bajo ciertas circunstancias descritas en el artículo 621, la firma puede ser reemplazada por un signo impuesto de manera mecánica.

Es emisor de los títulos porque, en su calidad de obligado a obtener y recaudar los beneficios económicos de los activos base del proceso, es quien escribe o incorpora en los títulos su obligación, y la entrega a quien tiene derecho a reclamar dichos frutos, iniciando con ello el proceso de circulación. Este agente, según la clase de bienes y la naturaleza de la relación o contrato en virtud del cual llegue a tener dichos bienes y sus derechos, adquirirá compromisos y obligaciones en el sentido jurídico, para transferir las utilidades que produzcan, o los bienes y utilidades según el caso, a los tenedores legítimos de los documentos donde consten estos compromisos u obligaciones a favor de los tenedores y a cargo del agente. Ello significa que el deudor de los títulos no es el originador, sino el agente de titularización, característica importante para efectos contables y tributarios.

La Resolución 1394 de 1993, lo define así: "El Agente de Manejo es quien emite los nuevos valores, en representación (sic) de un patrimonio autónomo o en su condición de administrador del fondo, según el caso, recauda los recursos provenientes de dicha emisión y se relaciona jurídicamente con los inversionistas en virtud de tal representación (sic) conforme a los derechos incorporados en los títulos".

Hay que advertir que la Resolución 1394 de 1993 de la Superintendencia de Valores, admite una forma de titularización distinta a lo que se viene mencionando, al definir los títulos de crédito (art. 5), como títulos que incorporan deudas contra el patrimonio autónomo, que la fiduciaria emite "en representación" del patrimonio o fondo.

Los patrimonios autónomos no pueden adquirir obligaciones, (sólo pueden garantizarlas) por la simple razón de que no son personas jurídicas y en nuestro sistema jurídico solo las personas pueden ser sujetos en las obligaciones jurídicas.

Cuando se usa la vía de emitir deuda garantizada en ese patrimonio autónomo no se incorpora en el título la prelación emanada del contrato de gestión o de medio (fiducia o mandato). Tampoco se hace circular o se cede una parte del contrato. El titular del documento o su poseedor no es parte accionaria en el contrato de gestión con que se instrumenta la titularización. El tenedor del título en esa modalidad es tan solo un acreedor de la fiduciaria con una garantía limitada o mejor, determinada, a los activos del patrimonio autónomo con dicha obligación al que afecta.

Nada obliga a que el proceso de titularización y el de emisión se realicen simultáneamente o de manera inmediata; es perfectamente posible que el originador conserve total o parcialmente los títulos emitidos por el agente durante algún tiempo y aún por todo el plazo de maduración del papel. Esta posibilidad, además, está contemplada como un mecanismo que agrega seguridad al portafolio, cuando parte de la emisión se queda en poder del originador (títulos subordinados) para ser cancelada después de haberse pagado la parte de la emisión que se coloca en poder del público.

Hasta hace poco tiempo la Superintendencia Bancaria sostenía la imposibilidad de que las sociedades fiduciarias emitieran títulos, porque consideraba que la captación de ahorro del público era una función propia de los intermediarios financieros. Esto significaba, por la especialización funcional del sector financiero, respaldada por el principio de los "estatutos excepcionales y excluyentes", que dichas entidades no tenían capacidad jurídica para ello. Hoy el tema ha sido definido de manera que puedan emitir dichos títulos,

permitiendo que se recoja la vocación de las sociedades fiduciarias de utilizar sus condiciones especiales de instrumento jurídico y de administrador neto, con el fin de desarrollar verdaderos negocios fiduciarios, como son los derivados de la calidad de agente de titularización, para poder cumplir así una clara misión de auxiliares de los comerciantes, valiéndose de su institucionalidad para mejorar la presentación de sus emisiones, favorecer la desintermediación, abaratar las fuentes de financiación y dejar de depender de las licencias que la Superintendencia le dio, en esos casos sí, para hacer de intermediarios en segundo nivel, bajo la modalidad de captar, para fondos comunes ordinarios.

Para los compradores de títulos y para el mercado en general, debe quedar claro que si un título es emitido por una determinada sociedad fiduciaria o corredora de bolsa, su nombre en el título sólo involucra su responsabilidad como "gerente", administrador, intermediario o manejador del patrimonio autónomo y que los activos de éste son la única fuente de pago de sus títulos. Por ello también los esfuerzos de análisis de rentabilidad, seguridad, vigilancia e información, debe orientarse hacia el balance y el P y G del patrimonio autónomo, siendo sólo informativo y de segundo nivel el de la administradora o el del originador.

Nada logran los analistas o tenedores de los títulos con un excelente balance de la sociedad fiduciaria, si el del patrimonio en virtud del cual se emitieron los títulos no tiene solvencia. Por el contrario, un mal balance de la fiduciaria, no implica nada distinto de la eventual necesidad de señalar otra entidad para que administre el patrimonio autónomo.

Finalmente quiero insistir en que la obligación derivada de la emisión de los papeles, no se registra en el balance de la fiduciaria ni mucho menos en la del originador. Dicho registro corresponde al balance del patrimonio autónomo.

3. EL ADMINISTRADOR

La Resolución 1394 de 1993 de la Superintendencia de Valores lo define como "la entidad encargada de recaudar los flujos provenientes de los activos y administrar los bienes objeto

de la titularización". Esta definición incluye la función de custodia o vigilancia y la administración de los bienes que generen el flujo de caja así como la obligación de entregarlos al agente de manejo, para que atienda su compromiso incorporado en los títulos.

Para hacer más clara la función del administrador, veamos esta situación que explica la necesidad de su existencia en este proceso:

Es usual, especialmente cuando la titularización se hace sobre cartera comercial, que el originador quiera proteger la integridad de la relación con sus clientes, evitando en cuanto sea posible, la intromisión de terceros (agente de titularización) golpeando las puertas de sus clientes para hacer efectivas las carteras. Para evitar esas molestias, el agente de la titularización, que será el nuevo propietario de la cartera, contratará al originador, para que en nombre y por cuenta del agente siga recaudando la cartera y así mantenga la relación comercial con sus clientes, evento en el cual, el originador sea el administrador. Adicionalmente, como sólo una organización especializada en recaudo masivo de cartera, puede, a costo razonable, mantener la red de cobradores que permite hacer el recaudo, también por esta causa se hace necesario y útil un administrador.

En estos eventos, cuando el recaudo o explotación de los activos se hace mediante un administrador, el estructurador y el agente de titularización deberán realizar los mayores esfuerzos en materia de contratación y documentación de las operaciones con el administrador para que puedan asumir con la mayor prontitud y claridad, la función de recaudo en casos de insolvencia o problemas financieros del administrador. Es recomendable pensar en avales o garantías externas, cuando se da la calidad de originador-administrador en una misma persona. Se requiere una gran capacidad de contabilización y control para que no se pierda dinero en el proceso así como buen control sobre los deudores.

El caudal del flujo de dinero que respalda el servicio de los títulos emitidos que puede venir muy disperso con el consecuente beneficio en materia de dispersión del riesgo y por tanto seguridad, se angosta hasta el punto que todos los recursos destinados a pagar la emisión

quedan en cabeza de la organización que cumple el papel de administradora. Por ello lo recomendable es que la labor del administrador recaiga en el mismo agente de titularización. Pero en todo caso sea él o no, es necesario que el administrador posea los mecanismos de aislamiento y/o solvencia patrimonial y un manejo contractual tal, que el recaudo y trasiego del dinero sea hecho por cuenta del agente para que no entre al patrimonio del administrador. En todo momento debe existir separación entre los dineros del administrador y los del proceso de titularización usando figuras contractuales que respalden esta realidad, de manera que la relación esté amparada por tipos penales, como el abuso de confianza y/o la estafa, que se tipificarían en el evento de que los recursos se destinaran a fines distintos del pago de los títulos.

De nada serviría una amplia dispersión del riesgo, en las fuentes de los flujos de fondos, si durante el proceso, éste se concentra en una sola persona sin las debidas seguridades. Este elemento debe ser objeto de especial análisis por la calificadora del riesgo y por la entidad de control, en el momento de hacer el estudio del documento que se va a emitir.

Los bancos, las corporaciones de ahorro y vivienda, las sociedades fiduciarias y en general, las entidades financieras de primera línea, son las llamadas a operar como administradores y a manejar la entrada y salida de estos dineros, para que se preserve la integridad de los mismos.

4. LA CALIFICADORA

Nuestro inversionista está mal educado, no hace inversiones responsables, concientes e informadas porque está acostumbrado a que el Estado le responda.

Nuestros inversionistas vienen de una rentabilidad del 50% con riesgo del Banco de la República. No va a ser fácil que asuman, así lo firmen ante un notario, que la inversión de mayor rentabilidad debe traer un mayor riesgo. El antecedente paternalista y demagógico con que se han manejado los casos de insolvencia y fraudes de captadores masivos en el pasado refuerza la convicción popular de que en Colombia no existe inversión de riesgo

porque al final, la pérdida se extiende hacia los manejadores administradores o se estatiza y por ende, se socializa.

Sólamente la creación de una clara tabla de calidad de los papeles, con parámetros uniformes y técnicos, acompañada de la adecuada información al mercado y de difusión suficiente y pedagógica, podrá desmontar este mito sobre nuestro mercado bursátil.

La incultura en la inversión de riesgo que impera en nuestro país, clamaba por la aparición de las sociedades calificadoras de riesgo, las que finalmente, desde el 5 de agosto de 1994 existen en nuestro país.

La Resolución 1394 de 1993, exige como requisito -**general**- para la inscripción de papeles de titularización, que vengan calificados por una sociedad calificadora. He destacado la palabra -**general**-, por cuanto la resolución prevee algunos casos en que no se requerirán las calificaciones, como son los procesos sobre acciones y sobre títulos de deuda pública.

Las calificadoras son entidades altamente especializadas, dotadas de un régimen jurídico tal, que las convierte en depositarios de la confianza pública, en cuanto que su labor es, después de estudiar y analizar el proceso de titularización, indicarle al inversionista cuál es el grado de riesgo que el documento emitido tiene y que sirvió para educar con dicha opinión a nuestro inversionista.

El marco regulatorio de estas entidades, que requieren autorizaciones de funcionamiento de la Superintendencia de Valores, está en el Decreto 1743 de 1991 y en la Resolución 10 de 1991 de la mencionada Superintendencia.

5. AVALISTA O GARANTE

Aún cuando el avalista o garante no es necesario dentro del proceso, cuando se vincula, su función es mejorar la calidad de los títulos que se emiten, dotando a sus tenedores de la posibilidad de exigir el pago de los títulos, parcial o totalmente, alternativa, solidaria o

subsidiariamente a un tercero, distinto del patrimonio autónomo o fondo común especial contra el que se expidieron los títulos. También consideramos avalista o garante a la entidad que ofrece uno o más bienes en garantía real de esta misma obligación.

En general las garantías pueden ser personales o reales. Son personales las que pueden exigir a una persona o entidad, que con su patrimonio acuda a cubrir la obligación no cubierta por el deudor principal. Las reales son en la que se afectan y congelan uno o más bienes, con este mismo fin. Dentro de esta última modalidad se suele asimilar la llamada fiducia en garantía, figura que puede combinarse para efectos de una titularización.

En la titularización, pueden ser avalistas o garantes: El originador, el administrador, el colocador o cualquier tercero. No puede serlo el agente titularizador, al menos los que desempeñan esta labor en desarrollo de contratos de fiducia, por cuanto está expresamente prohibido el que comprometan sus propios patrimonios en los negocios que están bajo su administración.

Las aseguradoras, los establecimientos bancarios y sus asimilados, están llamados a cumplir importantes papeles en el mundo de la titularización, desempeñando esta función. El estudio de las condiciones patrimoniales y financieras de los avalistas o garantes y de la liquidez y condiciones de las garantías reales que puedan respaldar la emisión, son elementos fundamentales que deberán tener en cuenta, la calificadora, la entidad de control y los consumidores, al momento de estudiar el título.

Finalmente hay que señalar que las garantías se pueden otorgar, bien para los flujos que llegan al agente de titularización, bien para los títulos que emite el agente.

6. EL COLOCADOR

Es la persona que, por su conocimiento especial del mercado, se vincula al proceso para ofrecer los documentos que son producto de la titularización, en el mercado bursátil. Esta operación puede realizarse mediante contratos de -underwriting-, en firme, al mejor

esfuerzo, o garantizado. También es posible que la posición de colocar la asuma el originador o el agente de la titularización, por fuera del mercado bursátil en ofertas privadas, de manera que sean ellos quienes realicen las labores de promoción, información, venta y cobro de la colocación de los papeles.

Según la Resolución 1394 de 1993, el colocador debe ser un corredor de bolsa, porque dicha resolución en su artículo 15, numeral 4, exige la calidad de suscriptor profesional para poder hacer las colocaciones y tal calidad es la que la ley asegura a los comisionistas de bolsa. Entendemos que esta exigencia parte del supuesto de que la oferta será pública, pues no hay soporte legal para exigirlo si la oferta es privada.

7. EL CONSUMIDOR O INVERSIONISTA

Son las personas que adquieren los documentos que contienen los derechos para reclamar al agente, el capital y/o el rendimiento o valorización de los bienes afectos al proceso, según lo que se haya estipulado en los títulos en que se documenta la obligación. Son ellos los acreedores del agente de la titularización, en su obligación de hacer (administrar) y dar (transferir el resultado de la gestión), esta última con respaldo en los activos afectos al proceso; o los acuerdos de los títulos de deuda cuando ello es lo que se incorpora para ser respaldado por el patrimonio autónomo.

Están llamados a ser consumidores de estos títulos, los inversionistas institucionales -en la medida en que las autoridades que los vigilan así lo permitan- los ahorradores institucionales, los ahorradores particulares y, en general, los que dispongan de liquidez para ahorrar o invertir.

Los estructuradores deberán haber realizado un cuidadoso estudio de mercado para dar al papel las condiciones de maduración, pago de rentabilidades, devolución de capital, plazo y tasa de interés, acordes con el segmento del mercado al cual va dirigido. Sobre este sistema de inversión se puede crear toda una estrategia para trasladar al inversionista, expectativas de valorizaciones o utilidades que, hasta hace poco tiempo, eran ajenas al

proceso bursátil, como por ejemplo, títulos de participación en proyectos inmobiliarios, en proyectos de arrendamiento comercial o aún de vivienda, en grandes bancos de terrenos para desarrollo urbano, industriales o agrarios, inversiones en zonas o proyectos hoteleros o de turismo, parques industriales o zonas francas.

IV. PRINCIPALES OPERACIONES DEL PROCESO. LAS RELACIONES ENTRE LAS PARTES INVOLUCRADAS EN UN PROCESO DE TITULARIZACION

1. TRANSFERENCIA DE LOS ACTIVOS AL AGENTE DE TITULARIZACION

Esta operación es la que permite constituir el patrimonio autónomo, que es la fuente y garantía del proceso de titularización. Para analizar esta primera y fundamental relación del proceso de titularización, es necesario dar una revisión a los conceptos de título, no en el sentido de documento, que es como lo hemos venido usando, sino en su acepción de causa jurídica, en virtud de la cual, alguien es propietario de algo. Para este efecto, -título- puede entenderse como sinónimo del contrato que celebran el originador y el agente, y modo, como el mecanismo que la ley exige para hacer pública y perfecta la transferencia de los bienes entre el originador y el agente.

Tal como está planteado en la Resolución 1394 de 1993, solo los títulos de "fiducia mercantil" o "mandato sin representación", son válidos para colocar al agente en posesión de los bienes base o respaldo de la titularización. Esto significa que la autoridad colombiana previó que la titularización se estructure a partir de hacer propietarios a los agentes de la titularización.

No obstante un punto que debe discutirse es si ello debe ser así o si el agente puede ser un mero tenedor del bien. En mi opinión, más que la propiedad en el agente, lo importante

es el aislamiento patrimonial y por lo tanto la seguridad del inversionista en cuanto a que los activos base no tengan "compromisos" o gravámenes que puedan sustraerlos a la finalidad de producir la liquidez para atender su título. He dicho que los contratos de transporte, de depósito y de arrendamiento, pueden dar lugar a procesos de titularización. Esto supone que no en todos los casos se requiere transferencia de propiedad al agente por parte del originador para que se inicie el proceso de titularización.

Adicionalmente hay que considerar como un ejemplo de la importancia del aislamiento patrimonial por encima de la transferencia, los procesos de titularización que denomino canguro, que se caracterizan porque el originador y el agente de titularización-emisor-, son una misma persona y, en consecuencia, no se utiliza un contrato para dar inicio a la titularización puesto que no se traslada propiedad ni tenencia para conformar el patrimonio especial de respaldo de la misma. Simplemente se hace un movimiento contable que coloca los bienes que se movilizan, fuera del activo del originador emisor. No obstante mantiene la propiedad.

Además de la seguridad jurídica, derivada de la selección adecuada del "título-contrato" y del cumplimiento de los ritos exigidos por la ley para el modo de transferir, es necesario tener en cuenta las implicaciones tributarias de la modalidad escogida, puesto que ella suele implicar estudios de factibilidad bien distintos unos de otros, tema sobre el cual debo solo hacer la advertencia pues su desarrollo excede los conocimientos del autor.

En todo caso, entre el originador y el agente, en el contrato de transferencia ojalá o en documento separado, se deberá dejar establecido con toda claridad, los alcances y facultades del agente de titularización, tales como las facultades de emitir los títulos y la forma y características de ellos; de recaudar el flujo de caja; de reivindicar y defender los bienes que lo respaldan; de vender o liquidar los bienes con destino al pago de las obligaciones derivadas de los títulos emitidos; las seguridades de emisión; la manera como se pagarán los títulos, sus características, las inversiones que debe realizar el agente mientras empata el flujo recibido con el flujo de pagos, etc. Todo esto por cuanto, como se

expresó en la primera parte de este trabajo, el agente es un gestor o administrador por cuenta ajena.

Nota especial requiere la titularización de cartera financiera, en virtud del artículo 15 de la Ley 35 de 1993: "La cesión de garantías hipotecarias que amparen créditos otorgados o adquiridos por las instituciones financieras y por entidades aseguradoras, se entenderá perfeccionada con la transferencia del título representativo de la obligación correspondiente, en el caso de que dicha cesión tenga lugar dentro de un proceso de titularización o se efectúe entre establecimientos de crédito. Las cesiones que en desarrollo de esta disposición se realicen no producirán efectos de novación".

Se discute si este perfeccionamiento implica que la ley suprimió la obligación general de notificar al deudor cuya hipoteca sucede. En mi opinión, este artículo de la Ley 35, aportó algo distinto de lo que desde hace más de 100 años había dicho el Código Civil en su artículo 1964: "**La acción de un crédito comprende sus fianzas, privilegios e hipotecas** pero no traspasa las excepciones personales del cedente. Este artículo no era aplicable a los títulos valores por disposición expresa del artículo 1966 del C. C. El sistema que operaba en civil, se fundaba en que al notificarse la cesión, por ministerio de la ley se entendía notificada la cesión de las garantías. Parecería que la Ley 35, al hablar de que la transferencia del título perfecciona la cesión de las garantías, homologó la cancelación de los contratos de garantía con el sistema de cancelación de los títulos valores esta es, por endoso sin necesidad de notificación. Bajo otro giro, que por ministerio de la ley, al transferirse el título, se transfiere la garantía. Un argumento adicional para esta interpretación, apoya en el artículo 1668 del C. C. Este artículo permite la subrogación (que no requiere notificación) en favor del que paga una deuda ajena "consintiéndolo **expresa o tácitamente** el deudor". Con la presunción de conocimiento que ampara a la ley, aplicada al artículo 15 de la Ley 35, puede decirse que, salvo expresión en contrario del deudor, este acepta tácitamente que la transferencia del título traspasa la garantía hipotecaria. Con la expedición de la Ley 35 se habría creado como elemento de la naturaleza del crédito hipotecario (Art. 501 C.C.) su transferencia por endoso.

Es necesario enfatizar a los colegas abogados que necesariamente deben participar en estos procesos, la importancia de revisar la capacidad, objeto y causas lícitas, legalidad, requisitos de oponibilidad, ausencia de condiciones resolutorias y las demás de vigencia y validez del contrato por el cual se transfieren los bienes, puesto que la caída de dicho contrato supondrá la ausencia de activos para responder por la emisión y la consecuente catástrofe para los inversionistas, sin olvidar la responsabilidad que tiene la entidad que administra el proceso, el estructurador o quien haya asumido la gestión de montaje de la operación.

2. LA CIRCULACION DEL FLUJO DE CAJA ENTRE LOS GENERADORES DEL FLUJO, LA ADMINISTRADORA, EL AGENTE Y EL INVERSIONISTA

Estas relaciones permiten que el inversionista final reciba la retribución y reintegro de su inversión, dotando al agente de titularización de dinero para pagar los títulos; tiene varios caminos y, en consecuencia, varios actores, según la modalidad de proceso que se escoja. Es posible que dentro de un proceso de titularización el flujo de caja no exista al momento de iniciarse el proceso. Es más, es posible que el flujo de caja se produzca después de mucho tiempo de iniciado el proceso y aún de emitidos los títulos, como en el caso de la titularización de inmuebles.

Todas estas relaciones jurídicas generador-administradora, administradora-agente, agente-inversionista, o sus posibles comunicaciones, se instrumentan mediante contratos de prestación de servicios y mandatos con o sin representación, dependiendo en cada caso concreto de las necesidades del proceso.

Las variables de dicha circulación de dineros son:

- La que se da entre los deudores generadores del flujo de caja y el administrador, (ver la definición de administradora en la primera parte de este documento) ya sea éste el

mismo originador, o un tercero designado para tales efectos o el agente de la titularización.

Entiendo por deudor generador del flujo de fondos la persona o grupo de personas que deben cumplir las obligaciones objeto base de la titularización o que adquieren (pagan) los servicios o bienes que constituyen el aprovechamiento económico objeto o base del proceso, que el agente se obliga a transferir al inversionista usufructuario.

En este paso, los fondos son recaudados con o sin conocimiento del deudor (generador del flujo), con destino a, o por cuenta del agente titularizador. Es posible, como se expresó atrás, que la cesión de la cartera, por ejemplo, no se haya notificado al deudor, para no maltratar la relación comercial con el originador. Cuando la notificación no se ha dado, debe existir un mandato con representación de carácter irrevocable en favor del agente, para que éste notifique la cesión en caso de que, por cualquier circunstancia a lo largo del proceso sea necesario relevar al originador de la gestión de recaudo.

En caso de que el originador sea también el recaudador, la relación supone un nuevo tráfico entre éste y el agente de titularización, o entre éste y el administrador de inversión y custodia de los activos, nuevo tráfico que se soporta en un contrato distinto del que da origen a la titularización, con reglas propias.

- La que se da en segunda instancia entre administrador y agente de titularización, cuando el administrador solamente tiene facultad de recaudo, para consolidar y acumular los recursos del flujo en cabeza del agente. Un clásico contrato de recaudo. Este contrato puede ser de recaudo garantizado, con lo que se sujeta al administrador al riesgo del proceso, modalidad que puede ser utilizada como un mecanismo de garantía del proceso.

- La que se da entre administrador e inversionistas, para el pago del capital o de los intereses, según la forma de pago establecida en los títulos. Esta a su vez puede ser

diversa, según sea el administrador una persona específica con esa función, el agente de titularización, o el originador.

Una vez recaudadas las sumas de dinero producto de la venta o explotación de los bienes objeto de la titularización, estas deben ser entregadas por el agente a los tenedores de los títulos, en la forma y cuantía establecidos en ellos. Estos pagos pueden ser efectuados directamente por el agente de la titularización emisor de los títulos o por un tercero que obrando como administrador del servicio de la deuda, mediante su red de oficinas efectúa los pagos, con los fondos que al efecto le habrá entregado al agente.

3. LA EMISION DE LOS TITULOS.

La característica de los títulos. La relación agente de la titularización-inversionista

Esta operación corresponde a la expedición y posterior colocación de los títulos entre el público y con su venta el recaudo del capital con el que se compensa al originador por la disposición de sus bienes.

Para explicar dicha relación, es necesario hacer una breve descripción de lo que son los títulos?

La libre y descomplicada circulación de los derechos convertidos en documentos, se logra por la llamada incorporación. Esta es una ficción jurídica de creación legal, en virtud de la cual, las personas de la comunidad, las autoridades y los jueces, aceptan que el derecho y el documento son una misma cosa, esto es, que el derecho existe y se tiene, por la mera tenencia y existencia del documento. Ello supone que en el título conste, con toda claridad, de manera expresa y literal, el derecho incorporado y todas las características necesarias para identificarlo y hacerlo efectivo, así como todas sus limitaciones. Existe, para el cumplimiento adecuado de los principios de la circulación de los valores, una carga de

diligencia en los emisores, de incluir de buena fe toda la información pertinente sobre las características y calidades del derecho que se incorpora al título.

El Código de Comercio consagró una serie de facilidades para que el título valor y los derechos incorporados en él, pudieran circular en forma libre y atractiva para el tráfico mercantil. Por el contrario, las obligaciones que no constaban en títulos valores, para circular, estaban dotadas de toda clase de dificultades, notificaciones e inseguridades, que hacían que en la práctica fuera imposible, o por lo menos muy difícil, su puesta en circulación. Como un sector importante de la doctrina, algunos jueces habían consagrado en la literatura jurídica nacional, que sólo tenían la calidad de títulos valores aquellos que la ley señalaba como tales. Una gran cantidad de títulos que han circulado desde hace varios años en el mercado bursátil, lo estaban haciendo al amparo de la costumbre mercantil que los había tomado y tratado como títulos valores o de cláusulas contractuales estipuladas o no expresamente en el título, que pretendía solucionar la falta de denominación legal, dentro del genero de los títulos valores. Ahora las facilidades de los títulos valores cobijarán a los demás títulos no consagrados legalmente como tales y conocidos simplemente como valores, con las mismas ventajas de los primeros, por la sola declaración que en ese sentido haga el Gobierno Nacional. (Sala General de la Superintendencia de Valores).

A partir del 5 de enero de 1993, fecha en que se publicó la Ley 35, (art. 4 Lit. G) la vieja y caduca discusión sobre la diferencia entre "títulos valores" y "valores" pereció. Esta ley consagró la facultad al gobierno para dotar a los documentos (valores) que sean "susceptibles de ser colocados en oferta pública" de las calidades de título valor. No entendemos por qué no se atrevió el legislador en su sabiduría, a consagrar que los documentos que tienen las caracteristicas que el Código de Comercio exige para ser título valor (Arts. 619 a 621 y 625) simplemente lo sean. No obstante, nos conformamos con esta facultad gubernamental que fue utilizada en la Resolución 3914, para decir que los títulos fruto de los procesos de titularización, que se inscriban en el Registro Nacional de Valores, tendrán los derechos y prerrogativas de los títulos valores.

Esta determinación del legislador es de gran importancia para obviar cierta gimnasia jurídica que debíamos hacer los abogados, usando "el trapecio" del artículo 888 del Código de Comercio, con el objeto de permitir que los títulos gozaran de la más libre y autónoma circulación pro endoso, buscando notificar su traspaso para poder agilizar su circulación.

Una vez emitidos estos títulos por el agente de la titularización, contra el patrimonio autónomo (fiducia y fondo de valores) prestarán mérito ejecutivo, si cumple con las calidades de tal, tendrán circulación en el mercado secundario, podrán ser usados como garantía y, en general, tendrán todos los atributos y prerrogativas de los bienes comerciales, llamados títulos valores.

El emisor de los títulos podrá hacer con ellos una o varias de las siguientes operaciones, según las instrucciones que haya recibido en el contrato en virtud del cual se constituyó como tal:

- Entregarlos al originador para que los guarde, los use como garantía de sus obligaciones o los coloque entre las personas que considere oportuno hacerlo o entre el público en general.

- Entregarlos al colocador, para que mediante -underwriting- en firme o de mayor esfuerzo, mandato, agencia, corretaje, comisión, estimación o consignación, si es oferta privada; los coloque entre el público si es oferta pública.

- Entregar una parte de ellos al originador o a un tercer garante o avalista, con la condición de que sólo serán pagados después de haber sido cubierta la totalidad de los que se coloquen entre el público, para mejorar la calidad y seguridad de la emisión.

- Colocarlos directamente entre los inversionistas mediante oferta pública.

- Conservar algunos en su poder, para seguridad de los que se pusieron a circular, o para ser emitidos con mayor utilidad en fechas posteriores.

- Finalmente hay que decir que la Resolución 1394, artículo 5, estableció que los títulos producto de la titularización, podían ser de tres clases y fijó las características de cada una de ellas así:

1. "**Títulos de contenido crediticio:** en los cuales el patrimonio autónomo se obliga (sic) a la cancelación del principal y los intereses a los inversionistas, según las condiciones determinadas en cada título. En este caso, los activos que integran el patrimonio autónomo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas, correspondiendo al agente de manejo de la titularización adoptar las medidas necesarias para obtener el recaudo de los flujos requeridos para la atención oportuna de las obligaciones contenidas en los valores emitidos".

2. "**Títulos de participación:** en los cuales el inversionista adquiere un derecho o alícuota en el patrimonio (sic) conformado por los activos objeto de la movilización. El inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa en las utilidades o pérdidas que genera el negocio objeto del contrato".

3. "**Títulos mixtos:** Aquellos que de manera adicional a los derechos o alícuotas sobre el patrimonio o fondo puedan ser amortizables o puedan tener una rentabilidad mínima".

En las nociones expresadas en la resolución, tengo discrepancia con la redacción de la norma, por las siguientes razones.

a) No es posible que los patrimonios autónomos se obliguen. En nuestro derecho sólo los sujetos que gozan de personería jurídica -personas naturales o jurídicas- pueden obligarse con efectos jurídicos; los patrimonios autónomos no son personas jurídicas.

Como se explicó en la primera parte de este documento con detalle, quien se obliga con los tenedores de los títulos es el agente de la titularización. Su obligación es de hacer o de dar, y se traduce en que debe administrar los bienes, velar porque produzcan

los flujos de dinero y transferir dichos flujos a los beneficiarios. El patrimonio autónomo es una noción de aislamiento patrimonial y de garantía que permite que el inversionista conozca el límite del riesgo de su inversión.

b) Tampoco es posible que los tenedores de los títulos adquieran derechos sobre el patrimonio autónomo. El único titular de los derechos sobre el patrimonio, estos es, el propietario de sus activos, es el agente de la titularización. Por la relación contractual que le permite tener propiedad sobre esos bienes, el agente se obliga a administrar dicho patrimonio y transferir sus activos y sus rentas a uno o a varios terceros. Esa obligación personal solo da acción contra la persona del agente, nunca contra el patrimonio. No hay ningún tipo de relación de naturaleza real o de las características del derecho real entre el tenedor del título y los bienes en que se afianza o respalda el derecho que adquirió contra el fiduciario. Jamás podrá decirse que los tenedores de los títulos son propietarios en común (comuneros) de los activos objeto del proceso de titularización.

c) La mala interpretación de estas dos nociones condujo a la mala definición del derecho que se debe incorporar en los títulos.

La obligación de transferir los activos y/o sus rendimientos a los tenedores de los títulos, que es la que se incorpora en ellos, puede ser una obligación determinada o determinable (medio o resultado). Será determinada si en el título que se emite se fija con certeza y de manera exacta el valor que debe entregar el agente de la titularización al tenedor del título. Por otra parte, la obligación del agente puede ser indeterminada pero determinable, si se establece en el título que el agente de la titularización entregará al tenedor una parte alícuota de un determinado porcentaje del valor que resulte de la gestión que desarrolle el gestor o agente de la titularización.

Como para la doctrina (no existe definición legal) obligación de resultado es sinónimo de obligación determinada y obligación de medio de indeterminada o determinable, tendríamos que concluir que los títulos que implican para el agente una obligación

determinada, o sea una suma cierta de dinero implican una obligación de resultado y que los títulos que simplemente comprometen la entrega del resultado indeterminado involucran obligaciones de medio.

Hay que recordar que según un inciso que se incluyó misteriosamente en las sucesivas ediciones del estatuto orgánico del sector financiero, conceptualmente muy oscuro por demás, los fiduciarios no pueden, en desarrollo de los negocios fiduciarios adquirir obligaciones de resultado, salvo autorización expresa de la ley. (Art. 29 Numeral 3 Dto. 663-93).

Esta noción de obligación determinada o determinable tomada de la más pura estirpe de nuestro derecho de obligaciones, no se refleja en la resolución, la que pretende obtener un resultado similar otorgando derechos sobre alicuotas del patrimonio para las indeterminadas u obligando al agente a "endeudar" el patrimonio autónomo, para poder consagrar una obligación determinada o de capital y renta fija en los títulos.

Lo que la resolución denomina títulos de contenido crediticio, no son nada diferente de obligaciones de resultado, (pagarés o bonos) emitidos por el agente de la titularización cuya garantía está en los activos del patrimonio autónomo. En ellos, si no hay liquidez para atender su servicio, los tenedores tienen título ejecutivo para hacer efectiva su obligación, con el embargo y secuestro de los activos. Los tenedores de estos títulos no son económicos del derecho de beneficio en el contrato de fiducia o de mandato. No son parte contractual tan sólo son terceros acreedores de la sociedad fiduciaria, con límite de garantía en el patrimonio autónomo.

Por el contrario, en los títulos que la Resolución 1394/93 llama de participación, sí parece caber la eventualidad de que en el título se incorporen las obligaciones que surgen del contrato de administración (fiducia o mandato), en cuanto que el tenedor tiene derecho a exigir al gestor o administrador su porte (participación) en el resultado de la gestión, concretada en las utilidades periódicas de los activos titularizados y en la que resulte al momento de la liquidación del negocio.

d) La resolución omite una característica fundamental en la doctrina mundial sobre lo que es un título de participación. Los títulos de participación fundamentalmente, lo son, porque además de la obligación de dinero o patrimonial que contienen, otorgan derechos "políticos" o de dirección sobre el manejo de la empresa que genera la utilidad. La diferencia específica que determina esta clase de títulos, no es, como la consagra la resolución, que al acreedor de ella no adquiera "rendimiento fijo".

e) Por otro lado, en mi opinión se equivoca también la resolución en lo que significa una obligación de contenido crediticio. Para la doctrina, contenido crediticio indica una obligación redimible en dinero y no en otras especies, por oposición a los títulos representativos de mercancías. Para nada se ha contemplado por los tratadistas ni por nuestra legislación que los títulos de contenido crediticio lo sean por contener obligaciones de cuantía predeterminada. Es más, nuestro sistema jurídico y en nuestra rutina comercial es muy común la generación de títulos valores de contenido crediticio, pagarés cuya obligación es indeterminada, como cuando ella está amarrada a tasas flotantes como el DTF o el TCC o el mismo UPAC.

f) Finalmente opino que el riesgo de los inversionistas no mejora si el título es de "contenido crediticio", por la siguiente razón: Excluida la culpa del agente de la titularización, la garantía de su inversión es la misma en los dos tipos de títulos. Los activos del patrimonio autónomo o del fondo y solo ellos. Incluida la culpa del agente de la titularización, los tenedores de títulos que incorporen derechos u obligaciones emanadas del negocio de administración tendrán una vía jurídica más clara: la responsabilidad contractual, que los tenedores de los títulos de contenido crediticio -pagarés o bonos- con garantía en el patrimonio autónomo, tendrán que acudir al expediente de la responsabilidad extracontractual -no son parte en el contrato- para poder hacer efectiva su obligación contra el patrimonio del agente o administrador, en ausencia de activos en el patrimonio autónomo que constituía garantía de su riesgo.

Independientemente de que el título ofrezca una renta fija, variable o determinable, el inversionista necesariamente "participa de las utilidades o pérdidas de un negocio".

Si el proceso de titularización está mal estructurado, bien porque los activos no son lo suficientemente líquidos, porque no tienen la solvencia o porque están sobre valorados, el inversionista tiene igual riesgo y status jurídico para reclamar, así sea el título de "contenido crediticio" o de "participación". Si se advierte claramente al inversionista que su riesgo está dado por la calidad de los activos que se transfieren al fideicomiso y por la "inteligencia" de las seguridades con que se dote al sistema, no habrá ningún problema para ofrecerle títulos de participación con mínimas o máximas, de conformidad con la realidad actuarial y matemática del proceso de titularización.

4. CIRCULACION DE LOS DINEROS QUE RETRIBUYEN LA COLOCACION DE LOS ACTIVOS PARA TITULARIZAR O SEA DEL PAGO QUE HACE EL INVERSIONISTA.

Relación colocador-agente de titularización-originador

En este paso el originador recibe la retribución que le corresponde por haber dispuesto de sus activos permitiendo que el agente los explote en beneficio de los tenedores de los títulos. El originador recibe la compensación por renunciar a los beneficios de dicha explotación y el inversionista la paga como contraprestación a ella. Según quien haya sido el colocador y según la modalidad de administrador que se haya implementado, los dineros serán recibidos por el colocador, con destino al administrador o al agente de la titularización o directamente por el originador, para ser utilizados como le convenga. Es posible que se establezca que de dichos dineros se descontará todo o parte de los gastos y costos en que se haya incurrido para montar y desarrollar el proceso de titularización. En este caso, el agente de titularización o el administrador, deberá hacer los descuentos según sus soportes contables y entregar los remanentes al originador, de acuerdo con las instrucciones recibidas de éste.

5. RELACIONES DE GARANTIA.

Garantes o avalistas y tenedores de los títulos garantes o avalistas y agente de la titularización

Las garantías pueden ser reales o personales. Las reales son la afectación que un propietario hace de un bien, para que, si una obligación no se cumple, el acreedor pueda satisfacer su derecho, con el producto de la venta forzada del bien. En las personales, una o más personas distintas, comprometen su patrimonio para satisfacer la deuda impagada. En este orden de ideas, las garantías personales y reales son instrumentos que mejoran la calidad del riesgo que asume el inversionista, en cuanto que, amplían el valor patrimonial que respalda lo obligación creada a su favor.

La garantía puede darse para asegurar que los flujos de fondos llegaran al agente de la titularización desde los generadores de flujo y/o desde la administradora, o sobre los títulos mismos. En el primer caso, el garante, que puede ser el mismo originador, se obligará de manera personal y/o mediante afectación con derecho real de uno o más bienes, (hipoteca o prenda) con el agente de la titularización a adquirir los bienes o derechos que resulten impagados dentro de los que generan el flujo de caja (sustitución de cartera), o simplemente a proveer los dineros que se requieran para completar las cuotas de capital o intereses de la emisión, o a permitir que su bien se venda (fiducia de garantía), para que con el producido de dicha liquidación se obtengan los recursos para pagar las obligaciones de la emisión.

Existe una alternativa que si bien no constituye garantía, cumple una finalidad parecida: es la posibilidad de que el tercero abra al originador o al agente de titularización un crédito puente de desembolso inmediato, para cubrir los desfases temporales entre el flujo de caja de ingreso y el de pago de los títulos, estableciendo según el grado de compromiso que quiera adquirir, modalidades que pueden ir desde que el pago del crédito puente sea preferencial al de los títulos, -evento que considero debe quedar expreso y legible en los títulos- hasta la posibilidad de que el pago de dichos créditos quede supeditado a la

existencia de recursos, después de atender el pago de los capitales e intereses del público receptor de la inversión.

No será inútil el debido cuidado que tengan los estructuradores, los calificadores, la entidad de control y el público que estudie los papeles, al considerar tiempos reales -y bien largos que son- para poder hacer efectivas las garantías reales provenientes de hipotecas o prendas y la ineficacia relativa en que ellas quedaron con las nuevas normas sobre concordatos, de manera que dichas garantías no sean solo símbolos de seguridad, que no contribuyen a atender de manera efectiva el compromiso con los inversionistas.

Otra forma es la que se extiende sobre el título mismo, en beneficio directo de su tenedor, mediante la firma que de los títulos hace un avalista, con indicación de tener tal calidad o de asumir la garantía de pago en caso de que resulte impagado o mediante documento que identifique el o los títulos avalados. El avalista podría garantizar sólo una parte del título, dado por una suma fija o un porcentaje del saldo por pagar, a la fecha del incumplimiento del deudor. En tal caso, si el título resulta impagado, el tenedor podrá ir contra el avalista por su pago, en reemplazo del emisor.

La Resolución 1394 de 1993, tipifica algunas formas de garantía para estos procesos, los que se expondrán en la parte pertinente del punto siguiente de este documento.

V. REGULACION DE LA TITULARIZACION EN COLOMBIA

1. ANTECEDENTES

La normatividad sobre la titularización en Colombia se puede dividir en tres etapas: La primera, de vieja data, en la que la legislación previó los procesos de titularización, y éstos se utilizaron como mecanismos individuales de financiación, sin repercusión en el mercado bursátil. Corresponden a esta época, figuras como:

- La carta de porte.

- El conocimiento de embarque.

- Los bonos con garantía real.

- Las facturas cambiarias de transporte y de compraventa, presentes en nuestra legislación desde 1971, muchas de las cuales permanecen sin estrenar en nuestro mundo comercial.

La segunda etapa, caracterizada por la aparición en el mercado bursátil de tímidas manifestaciones de estas figuras, en especial:

- Los bonos de garantía general.

- Los bonos convertibles en acciones.

Las primeras regulaciones legislativas sobre figuras que suponen de alguna manera procesos de titularización en esta etapa son: Resolución 51 de 1991 del CONPES, artículo 59; artículo 3o. de la Ley 3 de 1991; Circular 007 de 1991 de la Superbancaria y artículo 3o. del Decreto 1026 de 1990. Esta etapa se refiere a la segunda parte de los años ochenta y los primeros de la actual década.

La tercera etapa que apenas empieza en el mundo del mercado bursátil, se caracteriza por una franca manifestación sobre el proceso titularizador por parte del legislador y las autoridades de control. En esta etapa la titularización entra en su fase bursátil con toda claridad. La Ley 35 de 1993, del artículo 15 y a las Resoluciones 645 de 1992 y 455 de 1993 de la Superintendencia de Valores, que fueron recogidos y mejorados en la Resolución 1394 del 4 de noviembre de 1993, configuran el marco normativo de esta etapa.

2. REGULACION ACTUAL

Las normas citadas en las dos primeras etapas continúan vigentes y a la orden de los consumidores y productores del mercado bursátil. En mi opinión, la regulación expresa

que ha hecho la Superintendencia de Valores, en la Resolución 1394 de 1993, no implica que los procesos de titularización que se basan en otros agentes o en otros contratos, no puedan llevarse a cabo. Esta es una advertencia que más que eso, constituye una invitación a la creatividad de los ejecutivos y abogados del sector financiero y bursátil, para que no se dejen limitar por las normas, que como la Resolución 1394, constituyen aproximaciones o ensayos del Estado a un tema que también para él resulta novedoso y difícil de manejar. Sólo la interacción positiva de los usuarios con los reguladores, producirá un mejoramiento de las condiciones jurídicas y de trámites, para el florecimiento de la figura.

2.1. Grados en que se puede dar el sistema

El proceso que se ha venido comentando, puede darse en tres grados o condiciones, las cuales pueden describirse así:

Una primera en la que no hay, en estricto rigor jurídico, una incorporación de derechos en documentos; corresponde más a una noción de fraccionamiento de derechos o frutos de la propiedad y se caracteriza porque el derecho de los inversionistas no está incorporado u otorgado por la existencia del documento, sino tan sólo por la designación que como beneficiario de la fiducia le ha hecho el dueño de los activos transferidos para dar lugar al proceso. En este evento el inversionista tan sólo es una prueba de una relación contractual en virtud de la cual él adquirió por cesión, derechos o partes en un contrato de fiducia. No hay en esta modalidad un "título" entendido en el sentido técnico jurídico del término.

Bajo esta primera y más sencilla modalidad se han venido comercializando en el país proyectos inmobiliarios y empresas vinculadas a la explotación del inmueble, como es el caso de los hoteles (HITS, UVAS, etc.), procesos en los cuales se ofrece al inversionista la valorización del proceso de construcción, la del bien después de construido y la rentabilidad de la explotación de la empresa hotelera. También a esta modalidad estarían sujetos los muy mal llamados TITULOS OIKOS, procesos en virtud de los cuales se coloca un inmueble en fiducia y se ordena a la fiduciaria arrendarlo y venderlo al cabo de un número

determinado de años, ofreciendo a los inversionistas una parte alícuota del recaudo de los cánones y la valorización obtenida cuando se vende el bien.

En la segunda modalidad realmente se hace una emisión de títulos, incorporando derechos en ellos y haciendo que el derecho del inversionista dependa de la existencia del documento, pero sin llevar estos títulos al mercado público de valores. Este evento está sujeto a la condición de que dichos títulos no se ofrezcan a personas indeterminadas. Se presenta a grupos de personas determinadas con un número máximo de cien personas y no se expiden más de 20 títulos. No conozco ningún proceso de este tipo en el país, pero creo que puede ser una excelente alternativa para vincular socios de manera selectiva para proyectos que, por la naturaleza de los activos o de la destinación que tenga y por su cuantía, no admita o no requiera de multitud de inversionistas. Es una buena alternativa del contrato de sociedad.

La tercera modalidad implica un proceso de bursatilización de los títulos, esto es, de inscripción de los documentos en el Registro Nacional de Valores e intermediarios y en las bolsas de valores y de la consecución de autorización de la Superintendencia de Valores para hacer la oferta pública (a personas indeterminadas o a grupos de personas determinadas cuyo número sea superior a cien). Esta modalidad tiene el atractivo de permitir que los títulos se transen en las bolsas de valores del país y por lo tanto de que puedan gozar de liquidez, amén de la valorización propia de eventuales procesos especulativos del mercado bursátil.

Para la realización de esta tercera modalidad, la Superintendencia de Valores expidió la Resolución 1394 de 1993, en la que de manera específica, determina las condiciones y requisitos para que puedan inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios los valores productos de titularización. No quiere esto decir que las dos primeras modalidades antes expuestas no estén reguladas en la legislación y en las resoluciones de la Superintendencia. Quiero sólo significar que la bursatilización de valores fruto de procesos de titularización tiene norma expresa.

2.2. El Estatuto de Contratación Estatal - Ley 80 de 1993

Antes de analizar la estructura general y algunas particularidades de la Resolución 1394 de 1993, deseo destacar la importancia de la Ley 80 de 1993 Estatuto de Contratación Administrativa y su Decreto Reglamentario 2681 de 1993 (29 de diciembre) que han consagrado expresamente la titularización como un mecanismo de financiación de las entidades estatales, permitiendo que la desarrollen contratos de fiducia mercantil con conformación de patrimonio autónomo y permitiendo que se celebren de manera directa, sin licitación o concurso de méritos. En efecto, dichas normas clasificaron la titularización como una operación "propia del manejo de la deuda pública" y, por lo tanto, sujeta al régimen de contratación especial del parágrafo del artículo 41 de la mencionada ley.

La titularización para financiación de las entidades estatales en una expresa excepción a la prohibición general de la fiducia contenida en el numeral 5 del artículo 32 de la misma ley.

2.3. La Resolución 1394 de noviembre 4 de 1993 de la Superintendencia de Valores

La Resolución está dividida en una parte general que se desarrolla en los capítulos I y II, y una parte especial que va del capítulo III al V.

Además de los requisitos previstos en esta resolución, la inscripción de cualquier documento en el Registro Nacional de Valores está sujeto a las condiciones previstas en las Resoluciones 626 de 1992 y 1242 de 1993, también de la Superintendencia de Valores.

2.3.1. Parte General. Definiciones

2.3.1.1. MEDIOS JURIDICOS PARA LA TITULARIZACION Sólo pueden utilizarse como instrumentos jurídicos para la realización de procesos de titularización los contratos de fiducia mercantil irrevocable y de mandato. Dentro del género de la fiducia mercantil la resolución, sin excluir ninguna otra especie de las fiducias, menciona la constitución de

fondos comunes especiales a través de contratos de fiducia mercantil. La constitución de fondos de valores, es la especie única en que la resolución admite el mandato como herramienta para la titularización.

A. LA FIDUCIA MERCANTIL es un contrato comercial típico, previsto en los artículos 1226 y siguientes del Código de Comercio y tiene como elementos esenciales: La transferencia de la propiedad de uno o más bienes al fiduciario; la constitución de un patrimonio autónomo y; la asignación de una finalidad a la fiduciaria para que realice una o más gestiones en beneficio del constituyente o del beneficiario designado por éste, quien podrá no estar determinado al momento de celebrarse el contrato.

Son tres las partes que pueden derivar acciones y derechos del contrato de fiducia. El fideicomitente quien transfiere los activos y fija la finalidad del contrato; el fiduciario, gestor o administrador que exploto o hace explotar en beneficio ajeno los bienes que le entrega al constituyente; y el beneficiario o fideicomisario, calidad que puede ser desempeñada por el mismo fidecomitente, en favor de quien se realiza la explotación o aprovechamiento de los activos por parte del fiduciario. Haciendo el paralelo con la descripción hecha del proceso de titularización, en un esquema típico el fideicomitente corresponde al originador, el agente a la fiduciaria y el beneficiario, al inversionista, quien ha pagado al fideicomitente originador una suma, por adquirir tal calidad.

Cuando se estructuren procesos de titularización sobre contratos de fiducia se debe tener en cuenta, como elemento de seguridad jurídica, que es necesario tomar las medidas de control suficientes sobre las acreencias del originador anteriores a la celebración del contrato, para evitar que por interpretaciones que, erróneas o válidas, teniendo la fuerza de los jueces, en aplicación del artículo 1238 del Código de Comercio, permitan que los acreedores del originador que son terceros no vinculados a la titularización, lleguen a distraer de la atención del pago de los títulos emitidos en desarrollo de la titularización, los activos y los flujos de caja titularizados.

B. LOS FONDOS COMUNES ESPECIALES. Mediante múltiples contratos de fiducia mercantil, se crean sistemas de administración colectiva de inversiones. Son un conjunto de reglas predeterminadas por el fiduciario para invertir y llevar cuentas sobre la inversión de varias personas en un mismo portafolio de activos. Los diferentes fideicomitentes adoptan como reglas o fines del contrato, el reglamento único y uniforme propuesto por el fiduciario. Los diferentes inversionistas vinculados a un fondo, se adhieren a unas mismas reglas de administración, inversión y liquidación de cuentas.

Los fondos comunes especiales no son patrimonios autónomos. Los recursos que el fiduciario debe administrar de la manera que determine el reglamento del fondo, deben, para poder ser titularizados, haber sido recibidos mediante contratos de fiducia mercantil o lo que es lo mismo, mediante transferencia de propiedad para constituir un patrimonio autónomo destinado para los fines de administración previstos en el reglamento. Estos fondos comunes pueden ser abiertos o cerrados. Los abiertos tienen como característica relevante que su patrimonio es variable, puesto que quienes participen en ellos, pueden entrar y salir del fondo a voluntad y, por lo tanto, el término de la inversión en el fondo no tiene plazo fijo. Los cerrados, por el contrario, tienen capital fijo porque los que participan en ellos, no pueden retirar su aporte sino el cumplimiento del plazo, que es igual para todos los partícipes. Esto implica que la inversión sólo se redime al momento de la liquidación del fondo. En los dos casos, los rendimientos que produzcan los activos del fondo se pueden reiterar periódicamente o acumularse para la liquidación final. Para efectos de la titularización, los fondos deben ser cerrados.

En resumen, para los procesos de titularización habilitados en la Resolución 1394, los partícipes deben entregar los recursos que aportan al fondo en propiedad, con generación de un patrimonio autónomo por un término fijo de tiempo. El fondo común especial para la titularización será un sistema de cuentas en el que el derecho de cada partícipe es un patrimonio autónomo y su patrimonio total estará representado por la sumatoria de todos los patrimonios autónomos que lo conforman.

C. LOS FONDOS DE VALORES son patrimonios autónomos que administran los comisionistas de bolsa que en términos generales responden al mismo concepto de los fondos comunes especiales de los fiduciarios. Tienen como limitación especial, el que sólo pueden tener como activo objeto de administración títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores. También en este caso, la resolución ordena que los fondos comunes especiales sean cerrados si se piensan utilizar para fines de titularización.

Es de resaltar que en este caso los inversionistas usan contratos de mandato sin representación con transferencia de propiedad a favor del comisionista.

La administración y las reglas de estos fondos, están sujetas a la administración del Estado, quien debe impartir autorización para su funcionamiento.

En el caso de los fondos, el documento que se titulariza es el que contiene la constancia de adhesión del partícipe al reglamento del fondo.

2.3.1.2. LOS AGENTES DE MANEJO DE LA TITULARIZACIÓN. La resolución limita esta función a los fiduciarios y a los comisionistas de bolsa.

Hay que aclarar que en Colombia pueden ser fiduciarios las sociedades fiduciarias especialmente autorizadas por la Superintendencia Bancaria para funcionar como tales y las instituciones financieras de creación legal, que tengan en su objeto social la realización de contratos de fiducia. Los fiduciarios serán agentes de titularización mediante contratos de fiducia y fondos comunes especiales y los comisionistas de bolsa únicamente mediante fondos de inversión.

Estos dos únicos agentes de titularización reconocidos, son objeto de vigilancia por el Estado, sujetos a su intervención y regulación y por lo tanto, constituyen un elemento de seguridad y tranquilidad para el mercado consumidor de los títulos.

2.3.1.3. LOS BIENES QUE SE PUEDEN TITULARIZAR en los términos de la resolución son:

- **Títulos de deuda pública:** El Decreto 2681 de 1993, artículo 18, dice que son títulos de deuda pública "los bonos y demás valores de contenido crediticio y con plazo para su redención, emitidos por las entidades estatales, con excepción de los que dentro del giro ordinario de sus negocios emitan las entidades financieras y de seguros estatales".

- **Títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.**

- **Cartera de crédito** o deudas surgidas de créditos, tales como mutuos, plazos en pagos de obligaciones, etc.

- **Documentos de crédito.** Se diferencia del anterior en que en éstos, las obligaciones están incorporadas a un documento que hace constar, expresamente, la existencia del crédito y su exigibilidad.

- **Activos inmobiliarios** o **bienes muebles**

- **Rentas y flujos predecibles,** basados en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos.

  Estas rentas y flujos se refieren a los derechos de cobro o recaudo futuro de sumas de dinero, causados por vínculos jurídicos, distintos de los descritos antes, como pueden ser:

- Cánones de arrendamientos.

- Recaudos de tasas; contribuciones o impuestos.

- Regalías de marcas o de explotaciones.

- Las proyecciones de flujos futuros (diferente de renta futura) sólo pueden servir de base para la titularización cuando se trate de procesos de titularización que sirvan de apoyo financiero a actividades energéticas, obras de infraestructura y prestación de servicios público, sean prestados por entidades públicas o privadas.

Sumas de dinero destinadas a adquirir alguno de estos activos.

Cualquier otro bien, previa autorización expresa de la Superintendencia de Valores, oída la Sala General, siempre que no haya temor fundado de causar daño al mercado, no se desvirtúe la finalidad de la titularización y las condiciones financieras y económicas del mercado, así lo ameriten.

2.3.1.4 CLASES DE TITULOS QUE SE PUEDEN EMITIR

Con todo respeto remito al lector a las ideas expresadas en el numeral 3o. del título III de este escrito.

A ello solo quisiera agregar que los títulos que se emitan, en los términos de la resolución, no pueden tener plazos inferiores a un año, salvo autorización excepcional de la Superintendencia de Valores, pueden circular por endoso y ser nominativos o a la orden.

2.3.1.5. MECANISMOS DE GARANTIA

MECANISMOS INTERNOS:

- **Subordinación de la emisión:** El originador suscribe una porción de la emisión, en títulos que tienen el pago del interés o del principal o de ambos, sujeto a la condición de que se hayan podido pagar los títulos no subordinados colocados entre el público.

- **Sobrecolateralización de la cartera:** Es el excedente o diferencial que se deja en poder del agente de titularización, generado por la emisión de títulos por un valor inferior al

valor de los activos con que se constituye el fideicomiso o el fondo, excedente contra el cual se imputan los siniestros y faltantes en los ingresos de la cartera titularizada.

- **Exceso de flujo de caja:** Es el excedente generado por el mayor valor entre el rendimiento que genera la cartera y el valor de los rendimientos de los títulos que se deja en poder del agente de titularización, para castigar contra él los siniestros en el recaudo de la cartera.

- **Sustitución de cartera:** Es la obligación que asume el originador de recibir del agente los créditos que resulten impagados o morosos (bajo cierta condición de morosidad) reemplazarlos por otros créditos sanos.

- **Créditos puentes:** Aún cuando no parece ser un mecanismo interno está mencionado como tal en la resolución, son cupos de crédito en los que un prestamista se obliga a suministrar las sumas de dinero que falten, para completar los flujos del servicio de los títulos créditos, que podrán ser pagados por un tercero o por el mismo patrimonio autónomo, en cuanto se reconstituyan los flujos.

MECANISMOS EXTERNOS:

- **Avales o garantías de establecimiento de crédito** Como su nombre lo indica es el afianzamiento de la obligación que se incorpora en los títulos por una entidad financiera.

- **Seguros de crédito** La cesión de las obligaciones que se ceden para ser titularizadas o las que se emiten en los títulos, hecho por una compañía aseguradora.

- **Depósitos del artículo 1173 Código de Comercio.** En los que el originador o un tercero ordenan al depositario entregar al agente de la titularización las sumas depositadas en el evento en que los flujos recaudados no alcancen para atender el pago de la emisión.

- **Contratos irrevocables de fiducia de garantía.** Constituidos con títulos de las entidades públicas o financieras y por papeles inscritos en bolsa, en los que el beneficiario sea el fideicomiso o el fondo titularizado.

- **Aval de la originadora:** Cuando acredita capacidad patrimonial para ello. Regla única sobre garantías.

Si el originador es una entidad financiera podrán tener mecanismos internos o externos. Si es una entidad no financiera, deberá utilizarse al menos un mecanismo externo. En los dos casos la garantía no podrá tener un valor inferior al 300% del valor calculado para el índice de siniestralidad.

2.3.2. PARTE ESPECIAL.

Los títulos III a V de la Resolución 1394 de 1993 de la Superintendencia de Valores

Trata esta parte de la resolución, sobre las reglas particulares para las titularizaciones de: Cartera de créditos, inmuebles, proyectos y fondos inmobiliarios, obras públicas y otros bienes tales como flujos de caja, canones de contratos de leasing, acciones y deuda pública.

2.3.2.1. TITULARIZACION DE CARTERA DE CREDITOS

Estos procesos sólo podrán realizarse si cumplen con los siguientes requisitos: Tener un flujo de caja predescible. Los créditos deben ser de categoría A, B ó C, en los términos de la clasificación de cartera exigida por la Superintendencia Bancaria antes de que se hubiera autorizado la primera sociedad calificadora. Si el originador es una entidad no vigilada por la Superbancaria, esto es, del llamado sector real o de servicios no financieros, el representante legal y el revisor fiscal de aquel o un auditor independiente, debían certificar que los créditos que se destinaban a la titularización tienen las calidades exigidas para ser A, B ó C, en los términos en que se les exige a las entidades financieras. Habiéndose creado

la calificadora, ésta debe calificar el título, y se podrán titularizar créditos sin sujeción a esta clasificación de los activos objeto del proceso.

Hay que advertir que antes de que se diera la existencia de los procesos originados en entidades no financieras, resultaban muy dispendiosos, en especial, si se realizaban sobre créditos masivos, dado el trabajo que suponía calificar cada uno de los múltiples créditos para poder expedir la certificación.

La cartera objeto de movilización debe ser homogénea, es decir, ser toda hipotecaria, o toda comercial, o toda de consumo, o toda para vivienda.

Por último, se exige que el originador haya calculado el índice de siniestralidad de la cartera, según los siguientes factores: Porcentaje de cartera castigada en los últimos 5 años, menos la cartera recuperada; porcentajes de cartera no castigada con morosidades de 30, 60 y 90 días; los diferentes rangos de cartera; las garantías, coberturas e idoneidad de ellas. Se fijará en la ponderación de factores indicativos de riesgo, tales como tiempo de vinculación con el cliente y en la ponderación de comportamiento promedio y casos extremos de siniestro. También considerará los riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida previsible en escenarios de depresión económica, riesgos legales y fallas en el diseño del título. La resolución no especifica las prioridades en la asignación de valor a estos factores. Este listado es simplemente un marco que indica al diseñador del proceso las consideraciones que deberá tener en cuenta para presentar a estudio de la Superintendencia su proyecto de titularización de créditos.

Estos índices de siniestralidad deben estar basados en la información de cartera, igual a la que se titulariza, que pueda tener el organizador o en el índice de la cartera específica que se titulariza si ésta tiene una historia superior a tres años y si el índice que arroja es más alto que el de la cartera general de la misma clase del originador.

Finalmente también se exige en la resolución:

- Que se pacte el prepago, en casos de siniestros externos extraordinarios.

- Que se garantice el valor que arroje el 300% del índice de siniestralidad: si el originador es entidad financiera, con un mecanismo interno o externo y si es no financiera al menos con uno externo, conforme a las definiciones expuestas en el numeral 2.3.1.5.

2.3.2.2. TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA

El tema comprende tres aspectos:

La titularización de inmuebles, la de proyectos inmobiliarios y la de los fondos inmobiliarios.

Reglas generales de la titularización inmobiliria:

a) Pueden expedirse títulos de participación, sobre las rentas o valorizaciones del bien o títulos mixtos, o sea, los que dan una renta y una participación en la valorización del inmueble o pueden expedirse títulos de deuda o de contenido crediticio, "caso en el cual el patrimonio autónomo integrado por los inmuebles respalda la cancelación de los títulos".

Hay que recordar que las clases de títulos mencionadas tienen un contenido propio en la resolución.

b) La titularización de inmuebles por títulos de participación o por títulos mixtos, debe contemplar los costos del proceso de titularización y los de inmuebles, pero el valor de la emisión no podrá superar el 110% del avalúo del inmueble. Cuando la titularización de un inmueble se hace por títulos de deuda (contenido crediticio) el valor de la emisión no podrá sobrepasar el 80% del valor del avalúo comercial del bien.

c) La titularización de un proyecto de construcción se deberá hacer mediante títulos de participación que involucren derecho alícuotas porcentuales, sobre un patrimonio autónomo constituido por el lote y los estudios técnicos, diseños, planos, etc.,

necesarios para adelantar la construcción de la obra. En ningún caso el valor de la emisión sobre proyectos puede pasar del 100% de los costos del proyecto.

d) Las titularizaciones inmobiliarias necesariamente deben tener como agente de titularización a un fiduciario autorizado en Colombia y deben hacerse mediante contratos de fiducia mercantil.

Reglas particulares de la titularización inmobiliaria:

Si se trata de títulos de participación sobre un inmueble:

- Deberán realizarse al menos dos avalúos técnicos solventes, practicados por entidades independientes del originador, que no tengan más de un año de practicados antes de la radiación de la solicitud de inscripción en el Registro de Valores e Intermediarios, en la Superintendencia de Valores.

- Estudio de títulos y documentos base del mismo que indique total libertad del predio.

- Si en la titularización hay preponderancia de flujos de caja para la rentabilidad de los papeles (ventas, arrendamientos, explotación hotelera) "deberán incorporarse mecanismos de cobertura internos o externos que permitan cubrir en el 300% el riesgo de existencia del flujo". De la redacción de la norma se infiere, que los mecanismos deben ser al menos dos (usa plural) y que el riesgo o siniestralidad del flujo debe determinarse por la regla general prevista en los artículos 17 y 18 de la resolución.

Si se trata de títulos de deuda sobre inmuebles:

- Los recursos para el pago de la obligación prevista en los títulos debe provenir de la explotación del inmueble o pueden provenir del originador, pero, en todo caso la fiduciaria deberá tomar medidas para que el 100% de este flujo esté garantizado. No resulta claro el alcance de la obligación de la fiduciaria en este caso, puesto que la

resolución solo dice que deben contemplarse mecanismos -idóneos- para asegurar el pago del capital.

En materia de titularización de proyectos inmobiliarios las reglas especiales son:

- Los títulos que se emitan no podrán ser de valor nominal inferior a 60 salarios mínimos mensuales. La emisión no podrá exceder del 100% del valor de los costos totales del proyecto.

- Debe haber dos avalúos y estudio de libertad del predio.

- Los estudios preliminares del proyecto, tales como diseños, estudios técnicos, estudios de factibilidad, presupuestos, etc., no podrán valer más del 200% del costo total del proyecto.

- El constructor deberá tener más de 5 años de experiencia.

- Debe contratarse una sociedad interventora, sin vinculación con cualquiera de las partes del proceso y que tenga experiencia en proyectos similares al de la titularización.

- Debe acreditarse la existencia de pólizas de cumplimiento y manejo del anticipo.

- Debe haber una determinación precisa del punto de equilibrio, sin consideración de ventas proyectadas y la previsión de terminación del contrato de fiducia y devolución del dinero en caso de no alcanzarse el punto de equilibrio.

- Debe explicarse el método de evaluación del patrimonio autónomo.

- Deberá tener, necesariamente, emisión de títulos subordinada o cobertura externa, pero ésta no podrá ser aval del originador.

La fiduciaria es representante de los tenedores de los títulos frente al proyecto.

En cuanto a fondos inmobiliarios los requisitos específicos son:

- Deberán realizarse mediante fondos comunes especiales (cerrados. Art. 12) a través de contratos de fiducia mercantil. (En la medida en que el fondo común especial no es un patrimonio autónomo, los inmuebles que la fiduciaria -compre- con los dineros que reciba mediante contratos de fiducia mercantil, -no- estarán sometidos al régimen del patrimonio autónomo, sino al del patrimonio de la fiduciaria, eso sí, por cuenta de los terceros que son partícipes en el fondo).

El portafolio del fondo podrá estar integrado por:

- Inmuebles, proyectos de construcción, títulos de procesos de titularización inmobiliaria, títulos de créditos hipotecarios y otros que autorice el Gobierno Nacional.

- Los fondos podrán tener garantías externas o internas.

- Sólo pueden emitirse títulos de participación.

- Los títulos no tienen redención antes de la liquidación del fondo.

- No se aplica el monto mínimo de sesenta salarios mínimos mensuales como límite mínimo de valor de cada título.

2.3.2.3. TITULARIZACION PARA FINANCIAR OBRAS DE INFRAESTRUCTURA DE SERVICIOS PUBLICOS

Sus requisitos específicos son:

- Estudio de factibilidad financiera de retorno de inversión.

- Estudio de costos del proyecto.

- Determinación de la viabilidad real de la devolución de la inversión a los inversionistas.

- Registro en el Registro Nacional de Proponentes, de la firma constructora y de la firma interventora que necesariamente deberá estar contratada en el proyecto. Para flujos de obras de infraestructura energética y de servicios, previo concepto de la Sala General, se podrán utilizar mecanismos de cobertura distintos a los previstos en la resolución.

- El flujo proyectado para el pago de los títulos deberá estar garantizado por cualquiera de los mecanismos de cobertura previstos.

- La inversión mínima para inversionistas comunes (no fondos ni institucionales) será de 60 salarios mínimos mensuales.

Si el proyecto es de infraestructura vial sus reglas son:

- Estudios de demanda de tráfico vehicular.

- Estudios de tarifas de peaje, proyectadas para la vía objeto de la obra.

- Si la titularización para este tipo de proyectos es mediante fondos sus reglas son:

- El portafolio del fondo se destinará a la inversión en proyectos de construcción de obras de infraestructura y de servicios públicos, títulos de procesos de titularización de estas obras y otros autorizados por el Gobierno Nacional.

- Podrán tener mecanismos de garantía interna o externa.

- Sólo podrán emitirse títulos de participación.

Si la titularización es sobre flujos de caja, deberá cubrirse con un mecanismo de seguridad del 300% de la estimación estadística del riesgo del flujo.

2.3.2.4. OTROS BIENES

- Si la titularización es sobre flujos de caja provenientes de contratos de -leasing- (pienso que ellos no son flujos sino rentas), debe incorporarse al menos un mecanismo interno o externo, para cubrir el 300% del índice de riesgo esperado.

- El originador deberá haber garantizado el cumplimiento de las obligaciones derivadas del contrato de -leasing-, por su parte.

- En los procesos sobre acciones, sólo podrán emitirse títulos de participación y no requieren mecanismos de cobertura.

- En los procesos de titularización estructurados a partir de títulos de deuda pública o del Banco de la República o garantizados por éstos, no se requerirá calificación ni garantías internas o externas.

ADENDO

Habiéndose terminado el proceso de impresión de este trabajo, la Sala General de la Superintendencia de Valores, en uso de las atribuciones que le confiere el Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores dictó la Resolución 1032 de 1994 (octubre 19), cuyo texto definitivo se conoció el día 27 del mismo mes, mediante la cual se modifican varios artículos de la Resolución 1394 de 1993.

Simultáneamente en la misma fecha el Superintendente de Valores, Luis Fernando López Roca expidió la Circular Externa 017 de 1994, mediante la cual se dan explicaciones y se hacen precisiones sobre las Resoluciones 1394 de 1993 y 1032 de 1994.

En este adendo se presentan al lector algunos comentarios sobre los cambios introducidos por la Resolución 1032 y sobre las implicaciones de la Circular Externa 17. La integración de estos comentarios en el texto del trabajo no resultó posible por haber estado terminada la impresión cuando se publicaron los actos administrativos mencionados, por lo que rogamos al lector hacer la integración de estos comentarios con los que se formulan en el texto que se publica en este libro.

1. A LA CACERIA DE OPERACIONES PARA EL REGISTRO PUBLICO DE VALORES

Los artículos 1, 14 y 23 de la Resolución 1032 y 1 y 8 de la Circular Externa, constituyen un gran esfuerzo de la entidad de control por someter al mercado público de valores, las operaciones de venta de derechos fiduciarios o de fraccionamiento de derechos de beneficio, que desde hace algunos años, están circulando en Colombia, casi que exclusivamente en el sector inmobiliario.

En las normas citadas se insiste en la obligatoriedad de inscribir en el registro público de valores y de obtener autorización para la oferta pública de aquellos, para lo cual se realiza, en especial en la Circular Externa, un recuento del concepto de "valor".

Dentro de este esfuerzo, las disposiciones citadas nombran los instrumentos, certificaciones, documentos y las formas en que se pueden documentar los derechos que emanan de sí procesos de vinculación de inversionistas a Fiducias Inmobiliarias.

Encuentro muy entrada en razón la preocupación de la entidad de control, por ejercer vigilancia sobre los mecanismos de financiación de empresas privadas, en especial las que implican actividad de construcción. No obstante, hay que tener claridad que la capacidad de intervención del Estado en la actividad de los particulares en esta materia, está limitada a que los mecanismos de financiación, cuando ellos son masivos, se realicen a través de oferta pública de valores. En efecto, no todo mecanismo de financiación con recursos provenientes de más de veinte (20) inversionistas está sujeta al control y vigilancia del Estado.

Esencialmente el concepto de valor se apoya en tres nociones, sin las cuales, no es posible que un documento o serie de documentos se considere valor y sin las cuales el Estado no puede intervenir, vigilar o controlar la operación.

Son ellas:

1. Que la operación sea masiva, esto es, que con base en una misma fuente o causa se emitan más de veinte (20) documentos, (excepto los papeles comerciales).

2. Que en los documentos se incorpore un derecho, esto es, que el ejercicio de los derechos que constan en el título dependa de su presencia física, o lo que es lo mismo, que la legitimación para ejercer la acción derivada del derecho dependa de la posesión del documento y

3. Que esos documentos tengan vocación circulatoria, que entiendo en dos aceptaciones.

a) La subjetiva, que el emisor los emita con la intención de que circulen y

b) Para que circule el derecho vasta que el documento sea emitido, elemento objetivo en buena parte dependiente de la incorporación.

Solo sobre estas tres nociones esenciales se construye la definición de valor. Por ello no comparto la apreciación de la Circular Externa 17, en el sentido de que, según su texto, lo que desvirtúa la presencia de un valor, es la condición de que los documentos que las instrumentan correspondan a operaciones en las que "el móvil de la transacción y, por lo tanto, del derecho adquirido por el contratante de ninguna manera se independiza del activo subyacente", sea éste, un bien o un servicio.

Lo que desvirtúa en derecho colombiano la presencia de un valor es la ausencia de incorporación, de vocación circulatoria o de masividad en los documentos que se emiten y no la intención o el móvil que lleva a una persona a adquirir el derecho que se certifica o consta en el documento o a adquirir el valor como un instrumento para hacerse al derecho que en el esté incorporado y que por esto, puede circular con la sola emisión del mismo documento. Mucho menos la manera como se haya pactado en el Contrato de Fiducia la liquidación de los beneficios del mismo.

2. VIAS JURIDICAS PARA LA TITULARIZACION

En el artículo segundo de la Resolución 1032 se modifica el artículo 2 de la 1394, mejorando su redacción en cuanto hace claridad en el sentido de que las vías jurídicas son sólo dos:

1. Los contratos de fiducia mercantil irrevocables administrados por sociedades fiduciarias, sean estos sencillos e individuales o sean manejados por adhesión de

manera colectiva bajo unas mismas reglas a través de lo que el Estatuto Orgánico del Mercado Público de Valores denomina Fondos Comunes Especiales y

2. Mediante la constitución de fondos de valores, administrados por los comisionistas de bolsa y limitados en sus activos a títulos y valores inscritos en el registro nacional de valores.

Podría hacerse la precisión de que el fondo de valores en sí mismo no es una vía, como no lo es el fondo común especial. En los fondos de valores la vía es el contrato de mandato sin representación en virtud del cual los comisionistas de bolsa administran de manera colectiva y por adhesión los recursos recibidos de muchos inversionistas.

Fundamental en este nuevo artículo 2 es la mención expresa a que las entidades públicas originadoras, sometidas a la Ley 80, pueden celebrar contratos de fiducia mercantil mediante el mecanismo de contratación directa para estructurar procesos de titularización, que es lo que implica la remisión al artículo 41, parágrafo 2 de la Ley 80, que la resolución hace en el inciso del numeral 1 del mencionado artículo 2.

En este tema la Circular Externa hace dos aportes importantes: El primero explicita lo que significa un fondo común especial **cerrado**, que es obligatorio para los procesos de titularización, caracterizándolo por ser el que sólo permite redención de las participaciones en plazos superiores a un año. El segundo, ratifica que las emisiones de bonos contra patrimonios autónomos se sujetan al régimen de la Resolución 1394 sacándolos del régimen de la Resolución 1242 de 1993 y no requieren calificación cuando sean avalados por un establecimiento de crédito (Resolución 10 de 1991 de la Sala General de Supervalores).

3. BIENES O ACTIVOS OBJETO DE LA TITULARIZACION

El artículo 3o. de la Resolución 1032 modifica el artículo 4 de la Resolución 1394 para ampliar las causales por las cuales la Sala General puede negar la autorización a un proceso de titularización y para modificar la causal 2.

La ampliación está en que la negativa puede apoyarse en la consideración de que el proceso de titularización afecte la estabilidad del originador, cuando este sea entidad emisora de otros valores o establecimiento de crédito, o lo que es lo mismo, cuando el originador esté sometido a vigilancia de las Superintendencias de Valores o Bancaria, evento este último en el que se requiere pronunciamiento de esta entidad.

Desapareció como causal de negación de la autorización de estos procesos la que se apoyaba en que la operación proyectada desvirtuaba la finalidad que persigue el mecanismo de la titularización, causal que resultaba poco clara y poco práctica para su utilización.

4. NUEVOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

Con mucho tino pero sin colmar totalmente nuestros reparos sobre la definición de la clase de títulos que se pueden emitir, la Resolución 1032 de 1994 modifica en su artículo 4 el artículo 5 de la Resolución 1394. Esta modificación es más clara y de ella resulta que los títulos que se pueden emitir en procesos de titularización son:

1. **"Títulos corporativos o de participación"**, en los cuales el inversionista no adquiere un título de rendimiento fijo sino que participa de las utilidades o pérdidas de la empresa titularizada. Introduce la posibilidad de redenciones parciales anticipadas a la liquidación de la fiducia o del fondo.

2. **"Títulos de contenido crediticio"**, que son los que incorporan el derecho a recibir una suma fija y unos rendimientos predeterminados. Los activos del fondo respaldan el pasivo adquirido con los inversionistas. Quiero hacer expreso que en mi opinión esta definición de la resolución y los títulos que así se emitan serían contrarios a una norma de carácter legal y por tanto superior, en cuanto que el artículo 29 del Decreto 663 de 1993 que recoge el Estatuto Orgánico del sector financiero prohíbe que los fiduciarios en desarrollo de operaciones fiduciarias adquieran obligaciones de resultado, salvo autorización de la ley. Como para la doctrina y la jurisprudencia una obligación de resultado es aquella en la que la prestación a que se obliga el deudor

constituye un hecho determinado y no una mera actividad o actuación, siendo la adquisición de deudas de sumas fijas de dinero la obligación de resultado por excelencia, resulta contradictoria la definición del numeral 2 del artículo de la resolución en comento con el artículo 29 citado.

3. "Títulos mixtos", en cuya definición se incluye un elemento de gran importancia y que ayudará mucho al desarrollo de estos procesos, como es la posibilidad de que además de la participación se fijen límites máximos o mínimos de participación o de utilidad.

5. PLAZO DE LOS TITULOS QUE SE EMITEN

La reforma del artículo 8 de la Resolución 1394, solo implicó hacer claridad y determinar que no obstante que los títulos solo podrán tener un plazo superior a un año, hasta el 30% de su capital es amortizable antes del año, sin perjuicio de la autorización especial de la Superintendencia de Valores.

6. CALIFICACION DE VALORES

En la reforma del artículo 10 de la Resolución 1394 se advierte que no requieren de calificación los títulos emitidos que tengan aval del establecimiento de crédito o los que estén respaldados en acciones o títulos de deuda pública o avalada por la Nación o el Banco de la República, advertencia que resulta de gran precisión y conveniencia para este tipo de procesos.

Advierte en este tema la Circular Externa 17 de 1994, que como consecuencia de la entrada en funcionamiento de la primera calificadora el 5 de agosto de 1994, salvo lo previsto en el párrafo anterior, todos los procesos de titularización requieren calificación, y que se pueden titularizar créditos de cualquiera de las calificaciones de cartera contempladas en la Resolución 1980 de 1994 de la Superbancaria. (A.B.C.D.E.F). se pueden establecer criterios distintos de comportamiento histórico para determinar siniestralidad y se con-

sagró la libertad para entidades no financieras de usar mecanismos internos o externos para cubrir el 300% del índice de siniestralidad.

7. PARTES INTERVINIENTES EN EL PROCESO

En la modificación que el artículo 7 de la Resolución 1032 hace el artículo 15 de la Resolución 1394, adopta una terminología más técnica al incorporar el vocablo **vocería** en sustitución de **representación** para referirse a la calidad que el fiduciario tiene respecto del patrimonio autónomo.

Hace expresa la obligación del agente de manejar eficientemente los recursos destinados a pagar la deuda adquirida con la titularización.

8. INDICES DE SINIESTRALIDAD DE LA CARTERA

De lo previsto en los artículos 9 de la Resolución y 3.1. de la Circular Externa, resulta claro que los parámetros en ella señalados son solo sugerencias o indicaciones sobre parámetros para tener en cuenta, pero lo que el ente de control prevé es que en el análisis se determine "el porcentaje probable de pérdidas en el patrimonio autónomo como eventuales desviaciones en el flujo de caja financiero originado en los activos".

9. MECANISMOS DE SEGURIDAD O DE APOYO CREDITICIO

En el artículo 10 de la Resolución 1032 y en el 3.2. de la Circular se expresan autorizaciones y precisiones interesantes para el desarrollo de estos procesos, como son:

a) Que en las titularizaciones destinadas al segundo mercado (de agentes institucionales) no se requieren mecanismos de seguridad,

b) Que los mecanismos son combinables para lograr el 300% del índice de siniestralidad,

c) Que los títulos subordinados pueden circular.

d) Que la sobrecolateralización y los excesos de flujo de caja no se requieren ser permanentes sino en los picos o fecha de pago de los compromisos incorporados en los títulos emitidos.

e) Que los mecanismos externos de apoyo pueden reducirse proporcionalmente en la medida que la deuda garantizada se disminuye.

10. TITULARIZACION DE INMUEBLES

En el artículo 25 de la Resolución 1394, el artículo 15 de la Resolución 1032 de 1994 elimina de dos a uno solo los avalúos exigidos.

El artículo 29 de la Resolución 1394, referente a titularización de proyectos inmobiliarios fue precisado en el sentido de que la emisión de títulos no puede superar el 100% del valor de los costos del proyecto inmobiliario titularizado, dentro de los cuales se incluyen los costos de la titularización.

Cuando la titularización es sobre un proyecto inmobiliario, en el numeral 4 del artículo 30 se adicionó el valor de la utilidad esperada dentro del estudio y presupuesto que se debe presentar, para fijar el valor máximo de la emisión.

A este respecto la Circular Externa en el punto 4.2. precisa que el AIU hace parte del presupuesto.

Por otra lado en este punto la Circular Externa prevé que es posible diseñar u colocar títulos "por tramos", esto es para financiar diferentes etapas del proyecto, con grados de riesgo diferentes.

Aclara también que la titularización puede combinarse con endeudamiento siempre que no valga más del 30% de los activos vinculados a la titularización y siempre que se haya previsto en el contrato de fiducia o reglamento del fondo.

Se incluyeron otros requisitos para mejorar la seguridad del proyecto en cuanto a punto de equilibrio, valuación del patrimonio, etc.

Son estas las modificaciones de la Resolución 1394 de 1993 plasmadas en la Resolución 1032 de 1994, que encuentro significativas y que introducen novedades y mejoras en la reglamentación de estos procesos.

ISBN: 958-9040-24-1

INTRODUCCION A LA TITULARIZACION

ASPECTS JURIDICOS

Asociación Bancaria
y de Entidades Financieras
de Colombia