

**EL FUTURO DE LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA –
Un análisis crítico (1990 – 2008)**

**Damián Antonio Arrieta Jiménez
Leivis Milagro Púa De la Hoz
Erika Marina Ruiz Barrios**

**Trabajo de investigación presentado como requisito parcial para optar al
título de Especialistas en Finanzas y Sistemas**

**CORPORACIÓN UNIVERSITARIA DE LA COSTA – CUC
ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS Y SISTEMAS
BARRANQUILLA, ABRIL 2010**

DEDICATORIA

A nuestros padres quienes con su ejemplo, empuje y convicción sembraron en nosotros la inquietud del saber y la necesidad de no conformarnos con el menor esfuerzo.

AGRADECIMIENTOS

A quienes con su experiencia, interés y asesoría han contribuido al desarrollo y logro de esta meta:

Al cuerpo docente de la Especialización en Finanzas y Sistemas, especialmente a los profesores catedráticos Gustavo Quevedo Cabana y Víctor Márceles Guerrero.

ÍNDICE

	Página
INTRODUCCIÓN	1
0.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	3
0.2 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO	5
0.3 OBJETIVOS	7
0.3.1 Objetivo General	7
0.3.2 Objetivos Específicos	7
0.4 MARCO TEORICO Y ESTADO DEL ARTE	8
1. Las Finanzas Corporativas	8
2. Riesgo	10
3. El Crédito y El Sistema Financiero	12
4. Titularización	14
5. El Mercado Financiero	15
6. Análisis Estadístico	18
0.5 MARCO LEGAL	18
0.6 DISEÑO METODOLOGICO	23
1. LA TITULARIZACIÓN COMO FUENTE DE FINANCIACION	24
1.1 Antecedentes generales	24
1.2 En Colombia	27
1.3 El proceso de titularización	32
1.3.1. <i>Partes que intervienen en el proceso de titularización</i>	34
1.3.2. <i>Formas de desarrollar el proceso</i>	36
1.3.3. <i>Instrumentos para hacer efectivo el mecanismo de titularización</i>	37
1.3.4. <i>Bienes objetos de titularización</i>	40
1.3.5. <i>Ventajas de la titularización</i>	41

2. ANALISIS FINANCIERO DE LA TITULARIZACIÓN	42
2.1 Costos del proceso	43
2.2 Principales activos titularizados en Colombia	48
2.2.1. <i>Procesos de titularización en Colombia</i>	48
a. Mercado de emisores	49
b. Mercado de inversores	52
2.2.2 Principales activos titularizados en Colombia	55
2.3 La titularización en el mercado de valores colombiano	58
3. PROCESO PARA LLEVAR A CABO LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA	63
a. Estudio previo	63
b. Bursatilización	65
c. Estudio de la superintendencia de valores	66
d. Calificación de riesgo	66
CONCLUSIONES	70
RECOMENDACIONES	72
BIBLIOGRAFIA	73

INDICE DE FIGURAS Y GRAFICOS

	Página
FIGURA 1 Esquema básico de la Titularización	34
FIGURA 2 Proceso de titularización inmobiliaria	69
GRÁFICA 1 Títulos emitidos según tipo	28
GRÁFICA 2 Porcentaje de colocación	28
GRÁFICA 3 Emisiones por año	29
GRÁFICA 4 Emisiones por empresa	31
GRÁFICA 5 Principales activos titularizados en Colombia	48
GRÁFICA 6 Emisión por sectores	50
GRÁFICA 7 Monto total activos por sectores de empresas potencialmente emisoras	51
GRÁFICA 8 Participación de la inversión por títulos	52
GRÁFICA 9 Participación en valor de fondo de pensiones obligatorias	54
GRÁFICA 10 Calificación de titularizaciones inmobiliarias	58
GRÁFICA 11 Evolución montos colocados y no de ofertas	62
GRÁFICA 12 Mercado Electrónico Colombiano MEC	67

INTRODUCCIÓN

La titularización se constituye en una de las alternativas de financiamiento a largo plazo utilizada por las empresas para el desarrollo de sus proyectos. Para el caso colombiano, las titularizaciones de activos inmobiliarios son autorizadas por la Superintendencia de Valores a través de fondos inmobiliarios, previo cumplimiento de los requisitos establecidos en la Resolución 400 de 1995.

Esta figura se desarrolló en la década de los 70 en Estados Unidos, país que más ha utilizado este sistema. En Europa es relativamente reciente, en Inglaterra, Francia y España, se creó en la década de los 80, en Italia en el año 2000 y en Colombia en 1992, considerándose en Latinoamérica como uno de los países pioneros en la titularización, obteniendo en el año 2002 el primer lugar con una participación el 34% de las emisiones, seguido de México.

Dada la importancia que este proceso ha tenido en la historia financiera, se pretende en esta investigación, hacer un análisis de la titularización a partir de sus orígenes, pasando por una descripción del esquema de las titularizaciones, los aspectos legales que la rigen, los bienes objeto de titularización, partes que intervienen en el proceso y en general toda la información necesaria, acompañada de gráficos que complementan y ayudan a dar una visión clara del proceso.

Es muy importante para las empresas determinar los diferentes mecanismos que existen para financiar sus proyectos, evaluando ventajas en cuanto a costos y procedimientos. Así mismo para el inversionista, determinar si este mecanismo es rentable, especialmente en cuanto a tiempo y garantías ofrecidas para recuperar

su inversión. Por ello hacemos una descripción detallada de los pasos de la titularización inmobiliaria como principal tipo de titularización en Colombia. Finalmente exponemos nuestras conclusiones y recomendaciones.

0.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

La titularización es una herramienta de financiación eficiente y su desarrollo permite que los sectores productivos obtengan recursos para realizar nuevos proyectos. Y se define como un proceso mediante el cual se constituyen patrimonios independientes denominados: Fondos de Titularización, a partir de la enajenación de activos generadores de flujos de efectivo.

Esta se originó en Estados Unidos, en la década de 1930, cuando dada la depresión existente, el gobierno implementó mecanismos para proteger el ahorro del público y la solvencia de las entidades financieras, creando agencias federales con el objeto de garantizar el repago de los créditos hipotecarios.

En 1983 se observan cambios en el proceso de titularización con el ingreso de las emisiones respaldadas con otro tipo de activos, como cartera crediticia en todas sus acepciones, así como bonos de grado especulativo, con la modalidad a corto plazo. Este cambio permitió que incursionaran valores respaldados con activos. El mercado de titularización en Estados Unidos es el que más desarrollo ha alcanzado en el mundo de titularización de créditos hipotecarios.

En Europa la titularización se inicia en Inglaterra a mediados de la década pasada con la titularización de cartera hipotecaria a través de la figura de las sociedades especializadas de objeto social único. Las hipotecas objeto de titularización son aquellas que generan intereses mensuales, teniendo amortizaciones de capital al final de la vida de la hipoteca. El desarrollo de la titularización se vio favorecido por un ambiente regulatorio y legal amplio.

En España a través de la Ley 19 del 7 de julio de 1992, se consagró legalmente el mecanismo de la titularización (transformación de créditos hipotecarios en rentas fijas) labor desarrollada por fondos de titularización hipotecaria, la cual tiene una amplia cobertura, dado que el 80% de los préstamos hipotecarios otorgados, son utilizados para la emisión de títulos.

En Francia su origen está dado en el desarrollo del marco legal consagrado en la Ley 88-1201 y Ley 88-1202 de 1988. Con las cuales se crearon los fondos comunes contra los cuales se emiten títulos de propiedad y se permite la titularización de activos determinando los mecanismos y estructura permitidos.

En Colombia se empieza a encontrar el mecanismo de la titularización en 1905, cuando la Ley 50 estableció la posibilidad de emitir cédulas y títulos representativos de derechos sobre inmuebles, mecanismo que no tuvo acogida.

Posteriormente en 1991 se empieza a perfilar lo que después se denominaría “base de titularización”. En 1992 la Superintendencia de Valores inició el desarrollo de la titularización, lo cual se logró cristalizar a través de la Resolución 645 de agosto de 1992. En el año 2002, Colombia obtuvo el primer lugar en América Latina con una participación del 34% de las emisiones.

Nuestro interés es determinar el impacto de la titularización, a partir de su conocimiento y características, como fuente alternativa de financiación de proyectos que generen el desarrollo y expansión de la economía colombiana a través de un análisis crítico de su desarrollo y crecimiento en el país. Por lo cual

formulamos para el presente proyecto el siguiente interrogante: ¿Es viable el futuro de la titularización en Colombia como fuente de financiación?

1. ¿Como opera la titularización como fuente de financiación?
2. ¿Es financieramente rentable la utilización de la titularización?
3. ¿Cuál es el impacto de la titularización en el mercado de valores colombiano?

0.2 JUSTIFICACIÓN DEL ESTUDIO

Para hablar de titularización de activos como fuente de financiamiento de empresas, primero se debe definir qué se entiende por financiamiento. Las empresas por lo general requieren recursos como base para su funcionamiento y la ejecución de proyectos. En principio, el dinero es un recurso escaso, por lo que la obtención de efectivo en el corto plazo puede resultar difícil y muy costosa para la mayoría de las empresas, si se recurre exclusivamente al mercado de dinero (la banca comercial), como fuente de financiamiento.

El costo de los recursos y la fuente de estos, son los aspectos más relevantes a la hora de desarrollar cualquier proyecto, por eso las empresas deben ser cada vez más selectivas y recursivas en la búsqueda de fuentes económicas y seguras de financiamiento, por lo que muchas recurren al mercado de valores a través de la emisión de títulos valores y papeles comerciales.

El presente proyecto está justificado desde el punto de vista académico en dar respuesta a los fenómenos sociales, financieros y económicos que acontecen en nuestro entorno. Las finanzas, de manera general, estudian los flujos de efectivo y la valuación de activos. Y dado que la globalización está presente tanto en la producción como en la inversión, el consumo y la financiación. Resulta de suma importancia el estudio de fuentes alternativas de financiación de proyectos de inversión. Dado que el tema es hasta el momento muy poco explorado como fuente de financiación, requiriendo una mayor divulgación a nivel académico y empresarial.

Motiva el desarrollo de este estudio hacer un análisis contextualizado desde el punto de vista financiero, apoyados en las herramientas de sistematización y automatización de datos para su descripción y presentación. Aportando elementos de juicio para aproximarnos a un mejor entendimiento del fenómeno de la titularización como herramienta de financiación de proyectos tanto productivos como de inversión.

Se realizará una descripción de la titularización a partir de su aparición y un análisis de su crecimiento en Colombia, que nos permita establecer los posibles escenarios financieros derivados de su entorno económico. Con una presentación de su esquema de funcionamiento y operación. Para luego hacer una explicación del impacto de su ejecución. Llegando a un mayor conocimiento de este fenómeno financiero, partiendo de un planteamiento del problema analizado desde una perspectiva general, lo cual nos permitirá formar un criterio objetivo en el desarrollo de los fines del presente proyecto de investigación descriptiva.

0.3 OBJETIVOS

Se definen como objetivos del presente estudio los siguientes:

0.3.1 Objetivo General

Determinar la viabilidad de la titularización como fuente de financiación en Colombia.

0.3.2 Objetivos Específicos

1. Definir los antecedentes, forma de operación la titularización y las ventajas que tiene.
2. Analizar si es financieramente rentable la utilización de la titularización como fuente de financiación.
3. Estudiar impacto y desarrollo de la titularización en el mercado de valores colombiano.

0.4 MARCO TEÓRICO Y ESTADO DEL ARTE

MARCO CONCEPTUAL

Partiendo del marco general del desarrollo de este estudio podemos identificar algunas teorías relevantes dentro del mejor entendimiento del fenómeno de investigación. En cuanto su función directa como fuente de financiación la titularización se relaciona con las siguientes teorías básicas:

1. **Las Finanzas Corporativas**, son un área de las finanzas que se centra en la forma en la que las empresas pueden crear valor y mantenerlo a través del uso eficiente de los recursos financieros. El propósito de las finanzas es maximizar el valor para los accionistas o propietarios. Las finanzas están firmemente relacionadas con otras dos disciplinas: la economía y la contabilidad.

Las finanzas corporativas se centran en cuatro tipos de decisiones:

- Las decisiones de inversión, que se centran en el estudio de los activos reales (tangibles o intangibles) en los que la empresa debería invertir.
- Las decisiones de financiación, que estudian la obtención de fondos (provenientes de los inversores que adquieren los activos financieros emitidos por la empresa) para que la compañía pueda adquirir los activos en los que ha decidido invertir.
- Las decisiones de dividendos, debe balancear aspectos cruciales de la firma. Por un lado, implica una remuneración al capital accionario y por otro privar a la empresa de recursos financieros.

- Las decisiones directivas, que atañen a las decisiones operativas y financieras del día a día.

Siendo el objetivo de las finanzas el de maximizar el valor o la riqueza para los accionistas o propietarios, una cuestión central es poder medir si una decisión aumenta o disminuye ese valor. Para poder responder a esta cuestión se han creado las técnicas de valuación o valoración de activos.

Conceptos claves en las finanzas:

- **El dilema entre el riesgo y el beneficio:** Mientras más rentabilidad espera un inversionista, más riesgo está dispuesto a correr. Los inversionistas son adversos al riesgo, es decir para un nivel dado de riesgo buscan maximizar el rendimiento, lo que se puede entender también que para un nivel dado de retorno buscan minimizar el riesgo.
- **El valor del dinero en el tiempo:** Es preferible tener una cantidad de dinero ahora que la misma en el futuro. El dueño de un recurso financiero se le tiene que pagar algo para que prescindan de ese recurso, en el caso del ahorrista, es la tasa de interés, en el caso del inversionista la tasa de rendimiento o de retorno.
- **El dilema entre la liquidez y la necesidad de invertir:** El ser humano prefiere tener dinero en efectivo, pero sacrifica liquidez con la esperanza de ganar interés o utilidades.
- **Costos de oportunidad:** Considerar que siempre hay varias opciones de inversión. El costo de oportunidad es la tasa de rendimiento sobre la mejor alternativa de inversión disponible. Es el rendimiento más elevado que no se ganará si los fondos se invierten en un proyecto en particular no se obtiene. También se puede considerar como la pérdida que estamos

dispuestos a asumir, por no escoger la opción que representa el mejor uso alternativo del dinero.

- **Financiamiento apropiado:** Las inversiones a largo plazo se deben financiar con fondos a largo plazo, y de manera semejante se deben financiar inversiones a corto plazo con fondos a corto plazo. En otras palabras, las inversiones deben calzarse con financiación adecuada al proyecto.
- **Apalancamiento (uso de deuda):** El buen empleo de fondos adquiridos por deuda sirve para aumentar las utilidades de una empresa o inversionista. Un inversionista que recibe fondos prestados al 15%, por ejemplo, y los aporta a un negocio que rinde 20%, está aumentando sus propias ganancias con el buen uso de recursos de otro.
- **Diversificación eficiente:** El inversionista prudente diversifica su inversión total, repartiendo sus recursos entre varias inversiones distintas. El efecto de diversificar es distribuir el riesgo y así reducir el riesgo total.

Como fundamento de estas teorías tenemos a: BREALEY, Richard A. y otro. MANUAL DE FINANZAS CORPORATIVAS. TOMOS I, II Y III. MCGRAW-HILL INTERAMERICANA S.A. Bogotá: 1995.

2. **Riesgo.** Riesgo es la posibilidad de que los resultados reales difieran de los esperados o posibilidad de que algún evento desfavorable ocurra.

Riesgo Total: Riesgo Sistemático + Riesgo no Sistemático.

Riesgo Sistemático (No diversificable o inevitable): Afecta a los rendimientos de todos los valores de la misma forma. No existe forma alguna para proteger los portafolios de inversiones de tal riesgo, y es muy

útil conocer el grado en que los rendimientos de un activo se ven afectados por tales factores comunes, por ejemplo una decisión política afecta a todos los títulos por igual.

Riesgo No Sistemático (Diversificable o evitable): Este riesgo se deriva de la variabilidad de los rendimientos de los valores no relacionados con movimientos del mercado como un conjunto. Es posible reducirlo mediante la diversificación.

El Riesgo, es una medida que se establece para la toma de decisiones financieras teniendo en cuenta las variables asociadas a la incertidumbre de corto y largo plazo. Las cuales afectan la recuperación y maximización del rendimiento de las inversiones. El estudio del riesgo se basa en la valoración de las alternativas de inversión en sus variables de tiempo, rendimiento, inversión y entornos. Utilizando herramientas de análisis matemático y estadístico.

La diversificación del portafolio de inversiones se convierte en un elemento decisivo sobre la base de las distintas formas de evolución del riesgo medio de un conjunto de inversiones. Lo cual nos permite potencialmente eliminar o reducir el riesgo asociado a ciertas decisiones financieras y es conocido como riesgo único o propio.

El logro del objetivo financiero de la empresa está asociado con el manejo del riesgo, teniendo en consideración el medio ambiente social, político, económico y de mercado en que se desenvuelve. Las perspectivas futuras del negocio también

afectan su valor. De allí que la administración financiera debe mantener un constante análisis de los elementos que afectan el valor de la empresa.

Se estudia para este punto a: WESTON, J. Fred y otro. MANUAL DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA. TOMOS I, II Y III. MCGRAW-HILL INTERAMERICANA S.A. Bogotá: 1994.

3. El Crédito y El Sistema Financiero. De una forma muy general crédito significa la entrega en el presente de algo tangible o intangible que tiene valor, con la condición de retornarlo en un futuro. Otra definición conveniente sería la entrega de dinero u otras cosas de valor con la obligación del prestatario de devolver lo recibido. Una definición más amplia es la disposición desde el punto de vista del acreedor y la posibilidad desde el punto de vista del deudor de efectuar un contrato cuya finalidad es dar origen a una operación de crédito por la que se debe entender: la cesión en propiedad regularmente retribuida por parte del acreedor y la otra parte constituida por un deudor que acepta la obligación de devolver esa propiedad y retribuirle intereses según la forma en que se pacte.

La deuda es la obligación de un deudor de devolver al acreedor lo prestado, es la contraprestación esencial del crédito. Es un derecho de acreedor, la persona física o jurídica que entrega el dinero y desde el punto de vista del prestatario, quien recibe el dinero, es una obligación de pagar en un tiempo y con un precio determinado.

Es conveniente intentar clasificar los tipos de créditos debido a que son múltiples sus fuentes, los fines y las modalidades en que se otorgan:

1. Por el plazo: Corto, mediano y largo plazo.
2. Por el tipo de interés: en las diversas tasas que se fijen.
3. Por la garantía: Real o personal.
4. Por la actividad económica a que se destina: Agricultura, Comercio, Transportes, Servicios personales, Gobierno Central.
5. Por la función en la empresa: Capital de trabajo o inversiones fijas.
6. Por el sector económico al que se destina: Crédito Público y Crédito Privado.

El sistema financiero tiene para la economía una importancia trascendente, su relación directa con el proceso productivo, la circulación, distribución y consumo de bienes y servicios crea valor y ese valor se le denomina Producto Interno Bruto (PIB). La inversión neta como componente de la producción final total indica si la economía se mantiene estacionaria, en expansión o en regresión. La inversión neta positiva se origina en economías en expansión cuando el capital neto se incrementa al final de un ciclo económico y al igual que la cantidad de edificios, maquinaria, equipo y existencias de productos terminados, en otras palabras la comunidad consume menos de lo que produce originando el Ahorro. Entonces la inversión neta positiva es el proceso mediante el cual una parte importante de los bienes y servicios no se consume sino más bien se invierten resultando en un aumento de la productividad. Es aquí donde la institución del crédito permite la transferencia de recursos a través de la estructura financiera, con la concurrencia de intermediarios financieros e instrumentos financieros de crédito. Los primeros constituyen la estructura financiera y, en conjunto, el sistema financiero de una economía.

Los intermediarios financieros se ocupan entonces de reunir en el mercado de Crédito a los demandantes y oferentes de los recursos económicos y financieros, en una forma masiva, profesional y eficiente: reciben los recursos financieros ociosos de numerosos ahorrantes y los prestan a los inversionistas, para ser incorporados a la capacidad productiva del país. El mercado del Crédito comprende dos segmentos: un mercado para créditos de corto plazo conocido como Mercado Monetario basado en operaciones destinadas a capital de trabajo y otro llamado Mercado de Capitales que comprende las operaciones destinadas a financiar inversiones de capital o activos fijos.

Para este aparte tomamos como fuentes: La superintendencia Financiera y el Banco de la República.

4. Titularización. Es una fuente de financiamiento a largo plazo que permite a una empresa transformar sus activos o bienes generadores de flujos de ingresos, actuales o futuros, en valores negociables en el mercado de valores, posibilitando la obtención de liquidez en las mejores condiciones de costo financiero.

El proceso consiste en constituir un patrimonio cuyo propósito es respaldar el pago de los derechos conferidos a los titulares de valores emitidos con cargo a dicho patrimonio. Comprende la transferencia de activos al referido patrimonio y la emisión de los respectivos valores.

Para este aparte tomamos como fuentes: La superintendencia Financiera y el Banco de la República.

5. El Mercado Financiero. Es el conjunto de intermediarios, mercados e instrumentos que enlazan las decisiones de ahorro con las de gasto, esto es decir que transfieren renta desde unidades excedentes hacia las deficitaria. Es el conjunto de fuerzas de oferta y demanda de ahorro, así como los canales e instrumentos jurídicos, económicos y, humanos, materiales, y técnicos a través de los cuales se potencia el ahorro y se permite un equilibrio eficiente entre tales fuerzas.

Por mercados financieros entendemos el conjunto de canales de interrelación entre oferta y demanda de fondos. Aquí podemos distinguir atendiendo al plazo entre los mercados monetarios y de capital, en los primeros se ofertan y demandan fondos a corto plazo y en los segundos a mediano y largo plazo. Mercado monetario es el referido a los capitales de corto plazo.

El Mercado de Capitales, es aquel en que se efectúa toda clase de inversiones o transacciones relativas a capitales o activos financieros, cualquiera que sea su naturaleza, características o condiciones. Por consiguiente, a él concurren ofertantes y demandantes de capitales de corto, mediano y largo plazo e inclusive de plazo indeterminado. El Mercado de Capitales es el mercado en el que las sumas ahorradas se concentran y se canalizan hacia empleos donde permanecen inmovilizados durante un largo período. Dicho mercado puede subdividirse en mercado crediticio y mercado de valores.

El primero es un mercado entre entidades de crédito e inversores, en el que aquéllos utilizan los recursos depositados por particulares y empresas. Es un mercado de negociación directa, cerrada al público y con una posición privilegiada de una de las partes.

En el **Mercado de Valores**, también denominado mercado de capitales en sentido estricto, los fondos prestados se documentan en valores, apelándose al ahorro público, a los particulares y empresas en general, ofreciéndoles una rentabilidad para canalizar tales fondos hacia inversiones productivas. Es un mercado de negociación abierta al público, sin que el prestatario se encuentre en una posición de desventaja.

El mercado crediticio y el mercado de valores, se distinguen por los sujetos. Así, en el mercado crediticio pueden obtener fondos los consumidores mientras que en el mercado de valores sólo son receptores de fondos las empresas y el Estado. Por otra parte, en el primero de estos mercados los intermediarios financieros obtienen un margen o beneficio al dar a crédito lo que reciben a crédito, mientras que en el mercado de valores, no hay margen, sino comisión.

Mercados Primarios de Emisión: Podemos definirlo como el mercado en el que los demandantes requieren nueva financiación ya sea a través de la emisión de valores de capital-deuda o a través de valores de capital-riesgo. En el primer caso se acude a capital ajeno con la obligación por parte del prestatario de reintegrarlo en un plazo determinado y retribuirlo mientras tanto con el pago de un interés fijo. En el segundo caso lo que hay es un capital propio sin que quepa hablar de amortización, siendo la retribución variable y dependiente del resultado del emisor.

Mercado Secundario: Es donde se ejecutan las transferencias de títulos y valores que han sido previamente colocadas en el mercado primario dando liquidez, seguridad, rentabilidad a los inversionistas y o permitiéndoles revertir sus decisiones de compra y venta. Es aquel donde los inversores intercambian los

títulos previamente emitidos. Es pues un mercado de realización sin cuya existencia sería difícil la del mercado primario pues difícilmente se suscribirían las emisiones de activos financieros si no existiese la posibilidad de liquidar la inversión transmitiéndolos. Proporciona por tanto liquidez a, las inversiones, pero sin afectar directamente a la financiación de las mismas.

Mercado Bursátil: La Bolsa, se constituye en una primera aproximación al mercado de valores, con los caracteres de oficial, organizado y abierto. Por un lado, es más restringido que el mercado de valores, por cuanto no abarca todo el mercado primario y parte del mercado secundario queda fuera de la Bolsa. Pero por otro lado es más amplio ya que el mercado bursátil, se extiende a zonas limítrofes del mercado de dinero, como ocurre con la negociación de letras de cambio y pagarés. Además, el sistema de crédito en operaciones de contado conecta el mercado de dinero y el Bursátil.

Mercado Extrabursátil: Registra las operaciones de compra venta que efectúan fuera de los círculos regidos en el mercado bursátil. En este mercado se ubica la mesa de negociación cuyo fin es dar a una parte del mismo las ventajas propias de un mercado organizado como el bursátil.

Bolsa de Valores: La Bolsa de Valores es la institución de servicio más importante del mercado de valores no sólo por ser una asociación civil sin fines de lucro, sino también porque en ella se negocian gran cantidad de valores, a través de los agentes de bolsa quienes luego de recibir las órdenes de compra venta de sus clientes o comitentes, realizan las transacciones correspondientes en las sesiones diarias de la rueda de bolsa, mesa de negociación y mesa de productos.

Para este efecto nos fundamentamos en: Nieto Carol Ubaldo, El Mercado de Valores, Ed. Civitas, 1993.

6. Análisis Estadístico. Las técnicas estadísticas desempeñan una función importante en el logro del objetivo de cada uno de los problemas prácticos de ciencias como la economía. Los elementos de análisis que aporta sobre la recolección, interpretación y presentación de una gran cantidad de datos numéricos, facilita el establecimiento de modelos para la formulación y evaluación de principios, teorías e hipótesis de distintos fenómenos económicos, financieros y de mercado.

Siendo esta investigación de ubicación entre las ciencias económicas y sociales se apoya en la matemática y la estadística para el análisis del fenómeno de la titularización y para ello tomamos el texto de Mendenhall – Scheaffer – Wackerly: ESTADÍSTICA MATEMÁTICA CON APLICACIONES.

Con lo cual completamos los antecedentes teóricos con los que, en principio, contamos para el desarrollo de la presente investigación.

0.5 MARCO LEGAL

El marco normativo para la estructuración de los procesos de Titularización, que actualmente rige en Colombia es:

a. RESOLUCIÓN 400 DE 1995 DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES

En esta resolución se enmarcan todos los aspectos relacionados con:

- Disposiciones generales; creación de valor, vías jurídicas, agentes de manejo de titularización, bienes o activos objeto de titularización, nuevos instrumentos financieros, negociación, nuevos valores (inscripción en la Bolsa de Valores e intermedios, que sean susceptibles de ser colocados mediante oferta pública, que incorporen derechos de participación o de contenido).
- Mecanismos de Estructuración contratos de fiducia mercantil irrevocable, constitución Fondos Comunes Unidades de participación en fondos especiales.
- Titularización inmobiliaria (definiciones) titularización de un inmueble, titularización de un proyecto de construcción, agentes de manejo, inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y en las Bolsas de Valores.
- Titularización de un inmueble: Reglas particulares (requisitos), títulos de deuda con garantía inmobiliaria.

b. NORMAS DEL MINISTERIO DE HACIENDA Y CREDITO PÚBLICO Y DEL BANCO DE LA REPÚBLICA.

- Circular externa No. 002 de 1997 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

- Concepto No. JDS-7924 del 6 de marzo de 1996 de la Junta Directiva del Banco de la República.
- Concepto No. JDS-1967 del 2 de Julio de 1997 de la Junta Directiva del Banco de la República.
- Resolución Externa No. 9 del 26 de septiembre de 1997 de la Junta Directiva del Banco de la República.
- Resolución Externa No. 15 del 13 de mayo de 1994 de la Junta Directiva del Banco de la República.

c. **NORMAS DE LA SUPERINTENDENCIA DE VALORES Y DE LA SUPERINTENDENCIA BANCARIA PARA LA VALORACIÓN DE INVERSIONES**

- Resolución 1200 de 1995 de la Superintendencia de valores.
- Circulares Externas No. 8, 10, 11 y 23 de 1995 de la Superintendencia de Valores.
- Circulares Externas No. 022, 023 y 059 de 1997 de la Superintendencia Bancaria.

d. **OTRAS RESOLUCIONES**

A continuación se enuncian otros documentos, que a través de la historia han venido rigiendo la titularización de Activos Inmobiliarios.

RESOLUCIÓN 0822-1 DE 1999

En esta resolución determina los tipos de documentos susceptibles de ser colocados por oferta pública, que tengan el carácter y prerrogativas de títulos valores, así como la fijación de los requisitos que deben reunir los documentos para ser inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Esta resolución modificó el artículo 1, 3, 1,4 de la Resolución 400 de 1995, que precisa cuales son los bienes o activos de titularización.

RESOLUCIÓN 1394 DE 1993

Derogó las resoluciones 645 y 455. Reglamentó la movilización de activos inmobiliarios, mediante la conformación de patrimonios autónomos. Estableció que la titularización se puede hacer de fondos comunes especiales y fondos de valores.

RESOLUCIÓN 645 DE 1992

Establecía, entre otros aspectos, que los inmuebles cuya propiedad haya sido transferida en desarrollo de un contrato de fiducia, son activos que pueden ser titularizados.

DECRETO 2059 DE 1937

En el año 1937, teniendo en cuenta que los préstamos a corto plazo con garantía hipotecaria en caso de incumplimiento del deudor eran lentos, lo que impedía que se desarrollara el crédito hipotecario, así como la facultad que estableció la ley 50 de 1905, de movilizar la propiedad raíz, fue expedido el Decreto 2059 que estableció la posibilidad de que la Superintendencia Bancaria autorizará a los bancos abrir como dependencia de su sección fiduciaria oficinas para la movilización de la propiedad raíz

RESOLUCIÓN 455 DE 1933

Se refería, entre otros aspectos, a la titularización de activos inmobiliarios. Estableció que los documentos emitidos tienen el carácter de títulos valores que deben inscribirse en el Registro Nacional de Valores, pueden ser colocados mediante oferta pública e incorporar derechos de participación o de contenido crediticio con un plazo no inferior a un año.

Para este aparte se consultó:

www.superbancaria.gov.co

www.supervalores.gov.co

www.banrepublica.gov.co

0.6 DISEÑO METODOLÓGICO

El presente proyecto de investigación pretende establecer una descripción clara y sencilla de la Titularización como fenómeno financiero. Como un aporte a su explicación y descripción como herramienta de financiación. Siendo un trabajo que utiliza el método descriptivo y analítico del fenómeno de estudio para buscar su mejor entendimiento.

Para la realización de esta investigación se propuso adelantar el proceso de recolección de información, a través de **fuentes secundarias** tales como:

FUENTES	MÉTODOS	TÉCNICAS
Bibliotecas, hemerotecas, archivos, Web, centros de documentación de las instituciones y organizaciones del sector público y privado.	Análisis de documentos (investigación documental)	Tomar notas. Análisis de contenido. Compilación y manipulación estadística.

EL FUTURO DE LA TITULARIZACIÓN EN COLOMBIA – Un análisis crítico (1990 – 2008)

1. LA TITULARIZACIÓN COMO FUENTE DE FINANCIACIÓN

Ante la imposibilidad de contar permanentemente y de manera inmediata con recursos para suplir las necesidades de inversión, producción y mantenimiento de las unidades económicas, se han creado figuras monetarias en tiempo real y tomando como prenda de garantía elementos que representen valor monetario actual o en el futuro. Es así como el mercado ha evolucionado hasta la creación e implementación de figuras que permiten comerciar con moneda representada de manera tangible e intangible a través de elementos cuya negociación se basa en el mercado de valores y en el cual se ofrecen alternativas para financiación e inversión.

1.1 Antecedentes generales

Los inicios de la titularización se remontan a los tiempos del imperio romano del siglo V, cuando se utilizaban documentos llamados “Vectigalianas” que consistían en la repartición entre los dueños de títulos ingresos por impuestos cobrados en la actual Francia, y sobre la cual era imposible percibir dinero ya que no se podía efectuar ventas sobre esos bienes.

En Estados Unidos, a partir de 1930 luego de una década de crecimiento económico, se inició lo que fue llamado “La Gran depresión”, la primera alerta fue el desplome de la Bolsa de Nueva York, en los que muchos inversionistas vieron volatilizar su dinero, desencadenando problemas de liquidez y solvencia en el sistema financiero, quedando los bancos imposibilitados a responderle a sus clientes por los dineros depositados.

La reducción del dinero en circulación, causada sobre todo por las quiebras bancarias, condujo a pánicos financieros. Al mismo tiempo, la mayoría de las naciones abandonaron la fijación de sus monedas en relación al oro, sellando el final del sistema monetario Patrón Oro y empezaron a desarrollar negocios respaldados a través de títulos valores que representaban dinero, pero que a su vez no lo fuera.

Y es de esta manera como nace en 1930 la titularización como mecanismo para financiar el sector de la construcción y adquisición de vivienda a través de créditos hipotecarios; que luego se perfeccionaría en 1960 con gran afluencia de las medidas tendientes al consumo a largo plazo y programado, como los créditos hipotecarios originados en el mercado primario. Para este fin, el gobierno estadounidense creó la Federal National Mortgage Association (FNMA, también conocida como “Fannie Mae” que creó una mayor estabilidad en el mercado hipotecario residencial, pero luego fue dividida en dos secciones bien diferenciadas “Fannie Mae” que se estableció como una corporación privada dejando de ser federal, y “Ginnie Mae” (Government National Mortgage Association) adscrita al Departamento de Vivienda y Desarrollo Urbano, en sus orígenes esta entidad estructuró una cartera de préstamos de interés social, la cual se financió mediante la participación de la cartera a inversionistas institucionales amparadas con títulos con respaldo hipotecario. En los últimos

años, la labor titularizadora de Ginie Mae ha crecido de manera ostensible. En marzo de 1992 esta entidad había movilizado cerca de US \$ 421 miles de millones

Se pueden detallar los siguientes objetivos alcanzados en el mercado secundario hipotecario norteamericano, gracias a la titularización:

- Corrección de los principales desbalances de crédito hipotecario en Estados Unidos a través de una mayor disponibilidad de nuevos fondos para financiar el crédito hipotecario en áreas que aún no han sido cubiertas por el sistema vigente.
- Permite a los vendedores originales la venta de las hipotecas en lugar de mantenerlas en su portafolio de inversión.
- Atraer inversionistas que tradicionalmente, debido a las regulaciones existentes en el mercado primario deciden no invertir y cuyos recursos son importantes para favorecer la inversión.

En Europa este modelo se puso en marcha en Inglaterra con la estructura de la modalidad Pay Trought de Estados Unidos, y en Francia a través de la ley de 1988 para la creación de fondos comunes pero a diferencia de los países precursores, esta ley exige la calificación de los títulos negociados y la intermediación de una entidad bancaria para garantizar la correcta emisión.

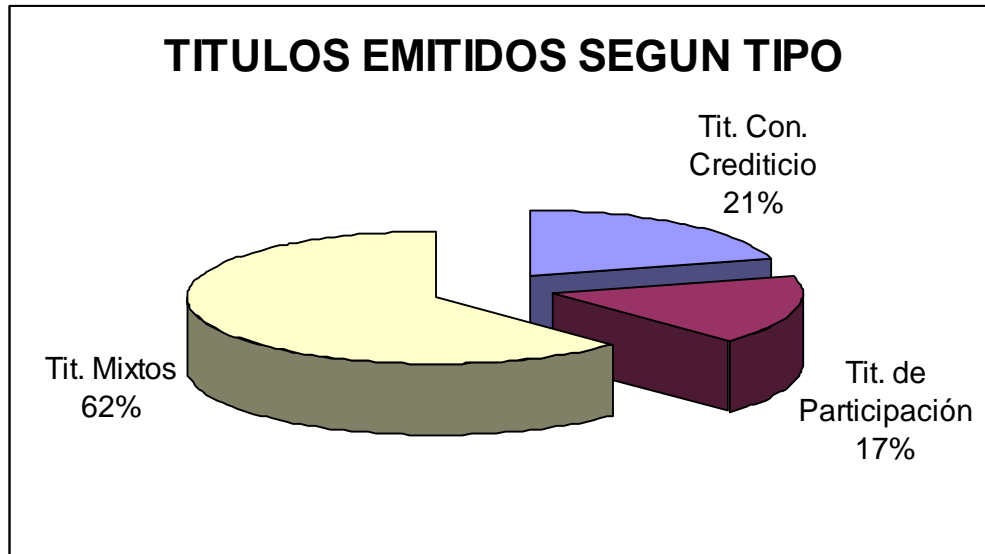
1.2 En Colombia

Los inicios de la titularización en Colombia se da a través de la ley 50 de 1905 la cual permitiría la emisión de cédulas y títulos representativos sobre inmuebles, en 1990 se creó un decreto que daba la posibilidad de que varias entidades integraran un patrimonio autónomo en una fiducia con el fin de respaldar emisión de bonos tomando como prenda bienes valorados en un 150% del valor del monto y los intereses.

En 1991 a través de la resolución 007 de la Superintendencia de Valores se avala la creación de fondos comunes para que en contraprestación se emitieran títulos valor. Con la ley 35 de 1993 se mencionan documentos emitidos mediante proceso de titularización, dándole la participación al Gobierno en la intervención del mercado de valores por medio de estos títulos. La resolución 100 de 1995 expedida por la Superintendencia, desarrolló la forma como debía manejarse la valoración de los títulos de participación que hubiesen sido emitidos en procesos de titularización inmobiliaria.

Después de cimentar las bases regulatorias, solo hasta el año 1994 se llevó a cabo en Colombia el primer proceso de titularización cuyo originador fue la empresa Rojas y Vargas Ltda. El monto de la Emisión fue de 1.087.000.000 que fueron títulos de contenido crediticio por un valor de 1.432.084 cada uno y el porcentaje de colocación fue del 100%. De ahí en adelante y hasta la fecha se ha llevado a cabo un total de 34 procesos de titularización incluidos de contenido crediticio, de participación y mixtos como se muestra en el siguiente grafico:

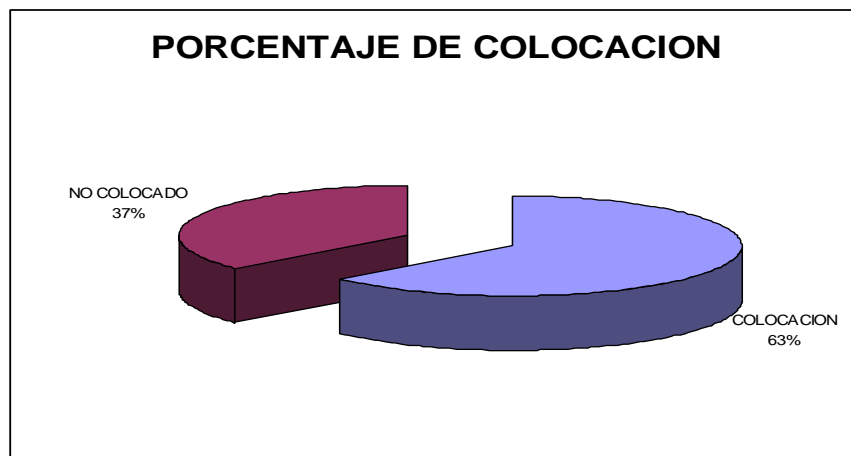
GRÁFICA 1



Fuente: Revista "La Titularización en Colombia", una ventana hacia la modernización Financiera, autor División de Ofertas Públicas, Superintendencia de Valores, Bogotá, 1999.

Estas emisiones han sumado un monto total de emisión de 697.481.000.000 pesos y un monto de colocación de 442.805.000.000 pesos, hasta la fecha como se muestra en el siguiente grafico:

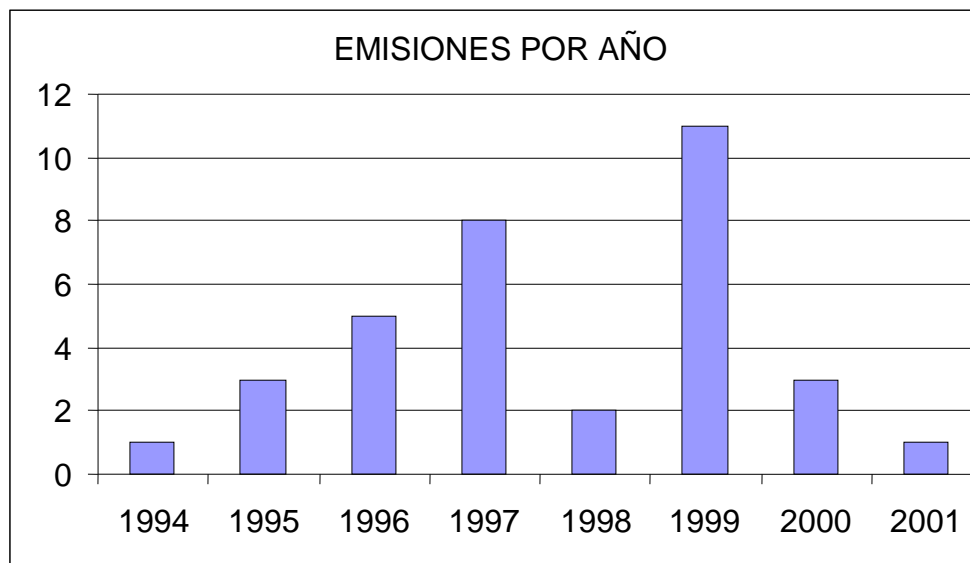
GRÁFICA 2



Fuente: Revista "La Titularización en Colombia", una ventana hacia la modernización Financiera, autor División de Ofertas Públicas, Superintendencia de Valores, Bogotá, 1999.

Como se observa en el gráfico, del monto total de la emisión se logró un porcentaje de colocación, es decir, los papeles que fueron adquiridos por los inversores de un 63%. En cuanto al número de emisiones observamos que el mayor auge de este tipo ocurrió en el año 2004 para un monto total de 272.157.000.000 pesos en emisiones como se muestra en el gráfico:

GRÁFICA 3



Fuente: Revista "La Titularización en Colombia", una ventana hacia la modernización Financiera, autor División de Ofertas Públicas, Superintendencia de Valores, Bogotá, 2002.

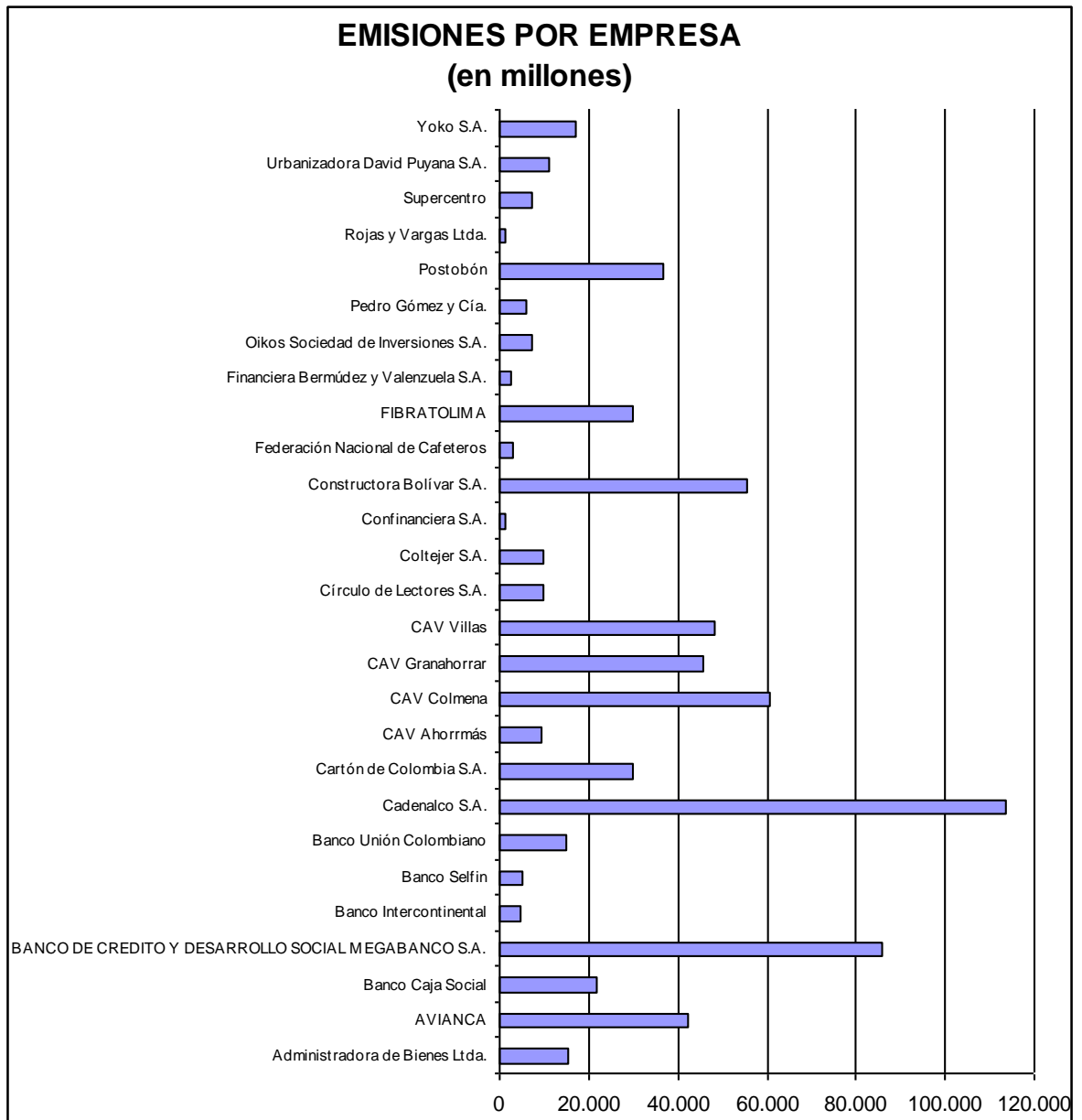
Según la normativa actual de la Superintendencia de Valores, el monto mínimo para llevar a cabo un proceso de titularización es de 30.000.000.000, que no necesariamente debe estar constituido por un solo bien inmueble, sino que puede estarlo por un portafolio de activos que en su conjunto alcancen el monto referido.

La última titularización fue llevada a cabo por Mega banco. A continuación se muestran algunos datos de la emisión:

- Monto de emisión: de 85.872.000.000 pesos.
- Se emitieron dos tipos de títulos:
 - *De contenido crediticio(tipo A):* 7.500 por un valor individual de 10.000.000
 - *De participación inmobiliaria (tipo P):* 20 por un valor de 543.600.000.
- La calificación de la Emisión es AAA+.
- Aun no se tiene información sobre porcentaje de colocación ya que hasta el momento se está llevando a cabo la oferta pública.

A continuación se muestra el listado de las empresas que hasta la fecha han emitido títulos inmobiliarios y el monto total emitido por empresa:

GRÁFICA 4



Fuente: Revista “La Titularización en Colombia”, una ventana hacia la modernización Financiera, autor División de Ofertas Públicas, Superintendencia de Valores, Bogotá, 2008.

1.3 El proceso de titularización

La titularización se define como aquel proceso de llevar a cabo un procedimiento de cambios formales en las características de los activos a través de modificaciones legales y financieras aplicadas a la inversión bursátil; la transformación de activos financieros, generalmente llamados "básicos", que carecen de un mercado secundario en títulos valores que se conocen con el nombre de activos "sintéticos" o "derivados" que se caracterizan a su vez por tener mayor mercado y liquidez que los activos originales.

Dicho de otra manera, se trata de llevar al mercado de valores operaciones que por su naturaleza no pertenecen a éste mercado, este proceso debe mantener las características originales del bien para que siga siendo negociado por fuera del mercado bursátil, y que siga siendo atractivo a inversionistas brindando liquidez y seguridad de la inversión pudiendo ser transformados en flujos de caja y recursos para favorecer la operatividad de la empresa. En este proceso se logra la emisión de Títulos Valores cuyo respaldo es precisamente las carteras de activos poco líquidas que han sido utilizadas.

Hay dos aspectos en los cuales hay que hacer referencia al hablar de titularización. Por un lado, este mecanismo obra de la ingeniería financiera se basa en el principio de la desintermediación y, dentro de ella, la búsqueda de financiamiento directo de las empresas por medio de la emisión de acciones, bonos y papeles comerciales. Bajo esta óptica la estrategia fundamental debe dirigirse a la atracción de nuevas sociedades emisoras y a la mayor apertura de los actuales participantes.

En segundo término, destaca la movilización del activo en el sentido de utilizar la riqueza acumulada como fuente de liquidez y de liberación de recursos para atender proyectos productivos. La idea fundamental consiste en transformar aquellos activos ilíquidos en activos financieros transables a través de diversos mecanismos y haciendo uso de la ingeniería financiera.

El proceso de desintermediación financiera se presenta cuando una empresa que tiene necesidad de financiamiento, decide optar por la emisión y colocación directa de títulos en el mercado, en lugar de recurrir a los intermediarios financieros. Es decir, cualquier agente económico en lugar de adquirir deudas, recurre al mercado de fondos prestables y coloca allí sus títulos. La posibilidad de la desintermediación promueve la reducción de los gastos financieros de las empresas emisoras, ya que la tasa ofrecida por los intermediarios que la empresa debe tratar por lo menos de igualar, es bastante inferior a la tasa de interés de los créditos bancarios.

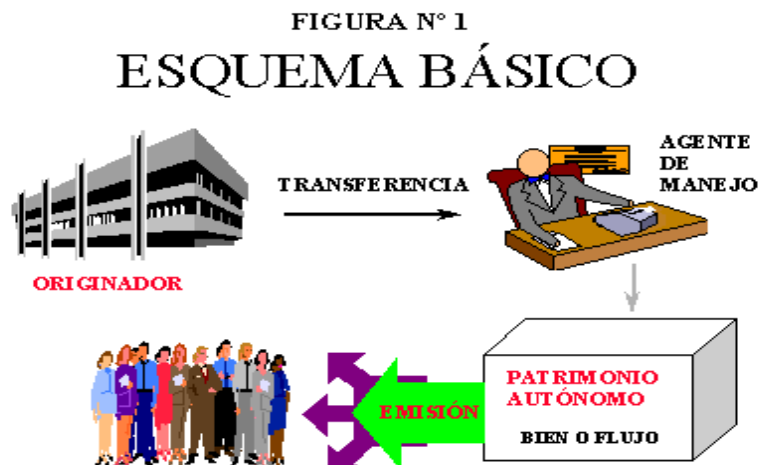
La titularización implica para los adquirentes de la cartera, la obtención de una mejor remuneración por sus recursos de ahorro que la que pueden ofrecerle los instrumentos de ahorro tradicionales. E implica, desde el punto de vista del intermediario que vende su cartera, la posibilidad de proceder, con los recursos así obtenidos, a efectuar nuevas operaciones de crédito.

Los activos financieros "básicos" corresponden a créditos con garantía hipotecaria, prendaria o fiduciaria, o contratos de arrendamiento, que por sus características individuales son instrumentos de reducida liquidez. Es decir, los activos financieros "básicos", por sí mismos, no son generalmente candidatos a oferta pública en las

bolsas de valores. Los activos financieros "sintéticos" o "derivados", son instrumentos que por las características desarrolladas a través de la ingeniería financiera, tienen mayor liquidez en los mercados secundarios organizados.

Hay que resaltar que las características de monto, plazo, y rentabilidad se desvinculan conscientemente de las del crédito base para ajustarlos a las demandas existentes. En general, los activos financieros "sintéticos" o "derivados" poseen la característica de que cada nuevo título está respaldado por pequeñas porciones de muchos créditos base, lo que produce baja variabilidad de los rendimientos de los nuevos títulos. Dentro de ciertos parámetros, los montos de los títulos "sintéticos" o "derivados", su maduración, períodos de pago de los intereses y rentabilidad, se desvinculan conscientemente de los créditos base para ajustarlos a las necesidades de los inversionistas meta.

1.3.1 Partes que intervienen en el proceso de titularización



Fuente. www.geocities.com/sanmiguelpetro/titulariz.htm

Los participantes usuales en un proceso de titularización son:

- ❖ La empresa propietaria de los activos a titularizar, u "Originadora". Es la que crea o genera el activo que será objeto de la titularización. Esta podrá ser una empresa financiera si se quiere titularizar créditos, una empresa de servicios básicos, si se quiere titularizar cuentas por cobrar de servicios públicos por ejemplo.
- ❖ El que emite los títulos con cargo a los activos del originador o "Titularizador". Es quien emite los títulos de deuda con cargo a los activos adquiridos, títulos que son de fácil negociabilidad por tener flujos de pago y plazos de vencimiento conocidos.
- ❖ La "Empresa clasificadora", quien estudia y determina el grado de riesgo que tienen los activos sujetos al proceso. Es la entidad especializada que estudia y determina el grado de riesgo que tienen los activos sujetos al proceso y que determina que tipo y monto de colaterales deben constituirse para obtener una clasificación libre de riesgo.
- ❖ El que brinda custodia o que se encarga del resguardo de los activos a titularizar. Esta labor la puede desempeñar un banco u otra empresa que presta este tipo de servicio.
- ❖ La "Empresa afianzadora o avalista" que otorga los colaterales exigidos por el clasificador, labor que es desempeñada por compañías de seguro o por bancos de primera línea. Esta empresa debe tener una clasificación individual por lo menos igual al grado que se quiere obtener para los títulos a emitirse.

- ❖ La "Empresa administradora" de los activos. Quien administra los activos que desempeña su función por cuenta del Titularizador para transferirle los flujos generados. Esta función la puede ejecutar el "Originador" o el titularizador dependiendo de cómo se estructura la figura.

- ❖ El underwriter para el proceso de la colocación aunque no es esencial por cuanto la venta puede hacerla el titularizador. El representante de quienes, mantienen los títulos como inversión cuya labor consiste en mantener informado al inversionista sobre el desarrollo del proceso y de sus resultados.

1.3.2 Formas de desarrollar el proceso

Existen dos formas principales de llevar a cabo un proceso de titularización:

La primera, que los norteamericanos denominan "pass-through". En este caso, el originador vende los activos a una empresa titularizadora, la que emite los títulos de deuda con respaldo de los mismos. El adquiriente compra títulos de deuda que son independientes de los activos.

La segunda llamada "pay-through", en que los activos son vendidos a una entidad que emite cuotas o derechos de participación sobre los mismos activos. Esta es la que puede hacerse por intermedio de un fondo de inversión.

1.3.3 Instrumentos para hacer efectivo el mecanismo de titularización

El esquema de titularización ha sido desarrollado en otras partes del mundo bajo dos modalidades distintas:

1. La creación de unidades representativas de un portafolio de activos.
2. La creación de nuevos títulos individuales que le dan liquidez al mercado.

Bajo el primer enfoque se convierte la cartera de las instituciones en instrumentos negociables mediante la constitución de fondos administrados por una entidad especializada (sociedad titularizadora) que adquiere la cartera, administra su recaudo y a medida que emite activos financieros respaldados por los mismos portafolios, para ser negociados en el mercado de valores, paga a la entidad financiera u "Originador". Este mecanismo de titularización viene a estar representado por los fondos de inversión, entidades que emiten un título denominado "Título de participación", en los cuales el inversionista adquiere un derecho o parte alícuota del patrimonio conformado por los activos objeto de movilización.

El inversionista no adquiere un título de renta fija, sino que participa en la propiedad de los activos (básicos) adquiridos y en las utilidades o pérdidas que genera el negocio objeto del contrato. Para ilustrar con un ejemplo la operación, se podría pensar en el evento en que una o varias instituciones financieras transfieran su cartera a una entidad especializada en titularización, la cual se encargaría de adquirir en propiedad dicha cartera y de administrar su recaudo, a la

vez que emitiría unidades respaldadas con ella, para ser negociadas en el mercado de valores; a medida que se colocaren dichas unidades, la entidad especializada pagaría la cartera a la entidad financiera, con una transferencia de fondos.

Este esquema presenta los siguientes beneficios:

1. Incrementa la disponibilidad de créditos (para el caso de mercados hipotecarios) ya que éstos no dependerían del recaudo primario de la cartera ni del nivel de captaciones.
2. Se promueve la estabilización de las tasas de interés al incrementarse la oferta de fondos prestables para compensar la demanda por crédito y,
3. Se favorece la ampliación del plazo de los créditos ya que con la titularización hay una mayor transformación de los plazos en donde este componente se consideraría como un determinante de la inversión en lugar de un determinante del crédito.

El mismo procedimiento descrito para la conversión de los activos financieros puede ser utilizado para la conversión de los activos del sector real. La conversión constituye una forma directa de financiamiento de las empresas que conforman este sector, en la medida en que el producto de las unidades colocadas por la entidad especializada ingresa a su patrimonio como pago por la venta de dichos activos.

Así, mientras en el primer caso la aplicación del mecanismo libera recursos de las entidades financieras para otorgar crédito, en este segundo caso se produce un financiamiento que genera un efecto multiplicador de las posibilidades de expansión de las empresas, pues al transformar los activos de baja rotación en capital de trabajo, conduciría a que las entidades tuviesen mayores recursos para financiar a sus clientes. Este procedimiento tiene la ventaja de que al ser el sector productivo el que origina las fuentes de financiamiento, podría con alguna discrecionalidad manejar los costos de los recursos, ya que estaría en condiciones de evaluar si le conviene acudir a este tipo de operaciones o a las tradicionales.

Bajo el segundo enfoque (creación de títulos individuales), si bien exige un notable esfuerzo, permite al mercado aumentar su oferta de títulos. En Colombia la experiencia ha sido bastante exitosa. En la actualidad, se negocian en la Bolsa de Valores, acciones con dividendo preferencial y sin derecho a voto, títulos respaldados en inmuebles (títulos respaldados por los bienes inmuebles que se entregan en garantía fiduciaria para financiar proyectos de construcción), títulos sobre proyectos futuros y titularización de rentas.

Este enfoque favorece enormemente el volumen de operaciones que se desarrollarían en el mercado, pues implica la emisión de títulos individuales que se van a negociar directamente en el mercado de valores. Esta emisión puede ser realizada por una Sociedad Titularizadora, por medio de un Fideicomiso o inclusive por el mismo acreedor original.

1.3.4 Bienes objetos de Titularización

A continuación se relacionan los bienes que en Colombia son objeto de Titularización:

- Titularización de créditos: cualquier tipo de cartera proveniente de corporaciones de ahorro y vivienda y cartera comercial proveniente del sector real.
- Titularización inmobiliaria: emitidos a partir de proyectos inmobiliarios.
- Titularización de Obras de infraestructura y servicios públicos: corresponde a obras específicas o a fondos de obras de infraestructura y de servicios públicos cuyos recursos se destinen a este tipo de proyectos.
- Titularización de valores: se realiza sobre títulos valores inscritos en el registro nacional de valores.
- Otros bienes o activos titularizables: Superintendencia de Valores podrá autorizar nuevos procesos previo concepto de su sala general. Puede asegurarse entonces que las posibilidades para la diversificación están limitadas únicamente por la creatividad del mercado.

1.3.5 Ventajas de la Titularización

En primera instancia potencia el crecimiento de las empresas, debido a que permite convertir en líquidos los activos líquidos o de difícil negociación, o aquellas propiedades de las que estratégicamente la empresa no puede ceder la propiedad, de esta manera se tiene acceso a recursos que antes estaban inmovilizados, pero el factor más importante es que acelera los flujos de caja al liberar recursos.

Adicionalmente la empresa puede seleccionar los activos que le interesa titularizar y conformar una cartera que luego se dividirá en porciones usualmente con valor de 1 millón de pesos, que son los títulos que posteriormente serán colocados en el mercado de valores.

Facilita la ejecución de proyectos, debido a que ofrece a la empresa el acceso a recursos que no constituyen deuda, y que provienen de los inversores directamente, es decir, minimiza los costos de intermediación incluidos en cualquier crédito ofrecido por la banca comercial. De igual manera, este proceso permite mejorar la estructura de capital de la empresa, disminuyendo el nivel de endeudamiento y disminuyendo los activos fijos o improductivos para transformarlos en capital de trabajo o recursos para la inversión de proyectos.

2. ANÁLISIS FINANCIERO DE LA TITULARIZACIÓN

La estructuración de procesos de titularización genera opciones nuevas de fuentes de recursos no indeterminados para las compañías. Lo cual representa la obtención de liquidez a un costo más bajo, ya que los recursos financieros provienen del público.

Tengamos en cuenta algunas de las razones que usualmente motivan a los originadores llevar a cabo procesos de titularización son:

- Rotación de activos: reutiliza para mejorar la rotación de activos de baja o nula liquidez (termino mayor a 2 años).
- Alternativa de fondeo menos costosa que el endeudamiento tradicional: es una forma de financiamiento por la vía de transformación del activo y no el incremento del pasivo.
- Potenciación del patrimonio del originador: se mejoran los índices de endeudamiento, esto permite mayor crecimiento sin el costo del capital asociado.
- Equilibrio y estructura de balance: al obtener activos más líquidos permite atender obligaciones de vencimiento más próximo.

2.1 Costos del proceso

El proceso de titularización requiere de un proceso que se describirá en el próximo capítulo en detalle, pero en este capítulo se hace el análisis del costo que implica titularizar un bien inmueble y compararlo con el costo de un crédito bancario, comparando las dos alternativas de financiamiento.

Una de las condiciones para emitir una titularización es que el monto mínimo sea de 30.000 millones de pesos, así que para hacer una comparación en los mismos términos se tomarán los siguientes datos:

Las condiciones del crédito serán:

- Monto: 30.000 millones de pesos
- Plazo: 7 años
- Tasa: DTF 6,9% TA + 7% TA

Las condiciones de la titularización serán:

- Monto: 30.000 millones de pesos
- Plazo: 7 años
- Tipo: Contenido crediticio

A continuación presentamos los costos asociados a un proceso de titularización inmobiliaria:

COSTOS DE EMITIR TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA			
DESCRIPCION	COSTO E	Periodicidad	Costo anual
AVISO DE OFERTA	0,3636%	una vez	
IMPRESIÓN DE TITULOS	0,0727%	una vez	
IMPRESIÓN PROSPECTOS	0,1818%	una vez	
DERECHOS DE OFERTA PUBLICA	0,0350%	una vez	
INSCRIPCION EN EL RNVI	0,0500%	una vez	
COMISION DE COLOCACION	0,4000%	una vez	
CALIFICACION DE LOS TITULOS	0,1500%	una vez	
COMISION AGENTE DE MANEJO	0,3000%	una vez	
SEGUROS INCENDIO Y TERREMOTO AMIT	0,3000%	Anual	0,3000%
INSCRIPCION BVC	0,1364%	una vez	
RENOVACION INSCRIPCION EN BVC	0,0300%	Anual	0,0300%
CUOTAS SEMESTRALES RNVI	0,0175%	Semestral	0,0350%
REMISION DE CALIFICACION(1)	0,0800%	Anual	0,0800%
COMISION DE ADMINISTRACION INMOBILIARIA	0,0350%	una vez	
IMPUESTOS MUNICIPALES Y CONTRIBUCIONES	0,0700%	Anual	0,0700%
AVALUO DEL INMUEBLE	0,1000%	Semestral	0,2000%
GASTOS DE ASAMBLEA DE TENEDORES E INFORMACIONES TENEDORES	0,1527%	Anual	0,1527%
SEGURO DE ARRENDAMIENTO	0,1000%	Anual	0,1000%
TOTAL COSTOS	2,5747%		0,9677%

Fuente: Revista "La Titularización en Colombia", una ventana hacia la modernización Financiera, autor División de Ofertas Públicas, Superintendencia de Valores, Bogotá, 1999.

Los costos de emisión son los de la columna identificada como *COSTO E*, y son costos en los que se incurre una sola vez al realizar la emisión. Adicionalmente existen otros costos que son los costos de mantener el título, tal y como se enumeran en la columna costo anual, y son desembolsos periódicos que se hacen todos los años.

Según las tasas ofrecidas por este tipo de títulos históricamente, la tasa máxima ofrecida ha sido DTF + 4% TA, la cual será tomada para el análisis, así que transformando a tasas efectivas tenemos:

<u>DTF + 4%TA</u>	
10,90%	TA
11,69%	EA

Así sumando ambos costos, el de mantener el título y el de la rentabilidad ofrecida a los inversionistas totalizan el costo anual de la titularización, así se tiene:

TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA		
MONTO DE EMISION	30.000	
COSTOS		
EMISION	2,57%	COLOCACION
MANTENIMIENTO	0,97%	ANUAL
RENTABILIDAD	11,69%	ANUAL
COSTO ANUAL	11,97%	
INFLACION	5%	

El flujo de caja de la titularización entonces será:

FLUJO DE CAJA TITULARIZACION (MILLONES DE PESOS)

EGRESOS

AÑO	INGRESOS	COLOCAC.	MANTEN.	RENTAB.	RECOMPRA	FLUJO NETO
0	30.000	-772				29.228
1			-290	-3.506		-3.796
2			-305	-3.506		-3.810
3			-320	-3.506		-3.826
4			-336	-3.506		-3.842
5			-353	-3.506		-3.858
6			-371	-3.506		-3.876
7			-389	-3.506	-30.000	-33.895

TIR 13,37%

Fuente: cálculos propios.

Del crédito se tiene:

CRÉDITO BANCARIO	
MONTO	30.000
PLAZO	7
TASA	DTF + 7% TA
DTF	6,9% TA
TASA EA	15,19%
PAGO	7.252

El flujo de caja del crédito es:

FLUJO DE CAJA DEL PRÉSTAMO (MILLONES DE PESOS)

EGRESOS

	EGRESOS			FLUJO
AÑO	INGRESOS	INTERESES	AMORTIZACION	NETO
0	30.000			30.000
1		-4.557	-2.695	-7.252
2		-4.148	-3.104	-7.252
3		-3.676	-3.576	-7.252
4		-3.133	-4.119	-7.252
5		-2.507	-4.745	-7.252
6		-1.787	-5.465	-7.252
7		-956	-6.296	-7.252

TIR 15,19%

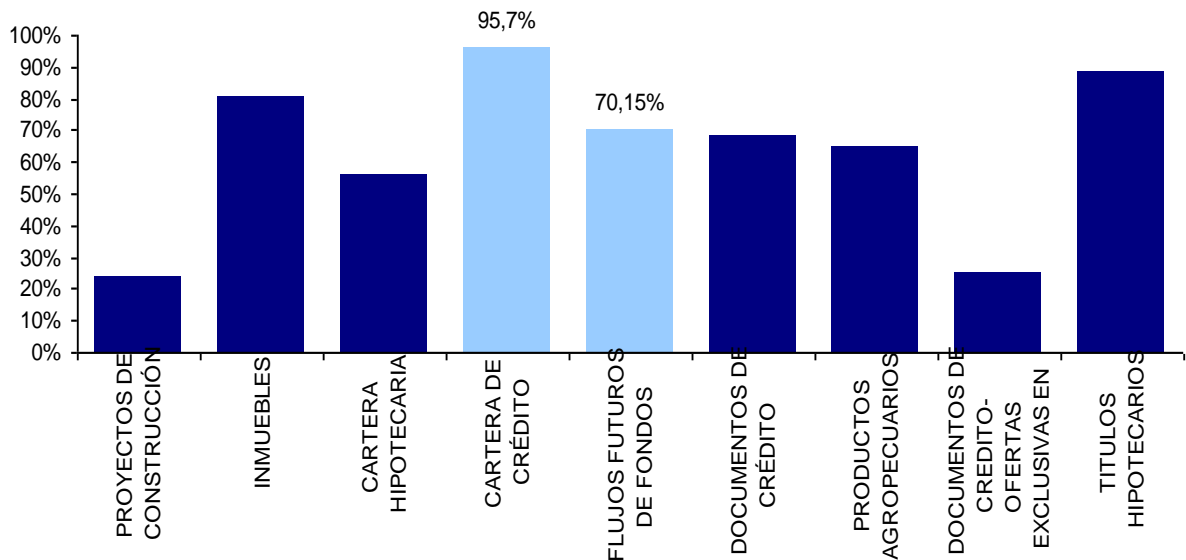
Fuente: cálculos propios.

Sacando la TIR de ambos proyectos podemos determinar el costo de cada una de las opciones, podemos concluir que si bien el proceso de titularización es menos costoso que el crédito bancario.

2.2 Principales activos titularizados en Colombia

En Colombia, al igual que en otras economías que han adoptado esta figura, el alcance en la economía colombiana podemos medirla en dos dimensiones, una es el alcance en el mercado, y la otra es el alcance para las empresas.

GRÁFICA 5



Fuente: Supervalores.

2.2.1 Procesos de Titularización en Colombia

El mercado de títulos inmobiliarios en Colombia al igual que cualquier mercado está compuesta por los posibles compradores y vendedores, a continuación se analizara cada uno de estos elementos, igualmente existen diferencias entre los

mercados de los diferentes papeles, esto es, el mercado de títulos de contenido crediticio y los títulos de participación.

a. Mercado de emisores

Actualmente existen 34 empresas registradas en la Superintendencia de Valores que están autorizadas para emitir títulos inmobiliarios, eso no significa que otras empresas no puedan hacerlo, cualquier empresa que tenga activos por un monto mayor a 30.000 millones de pesos puede emitir titularizaciones sobre estos, con base en este requisito preliminar, podemos clasificar las empresas que podrían emitir según el sector al que pertenecen.

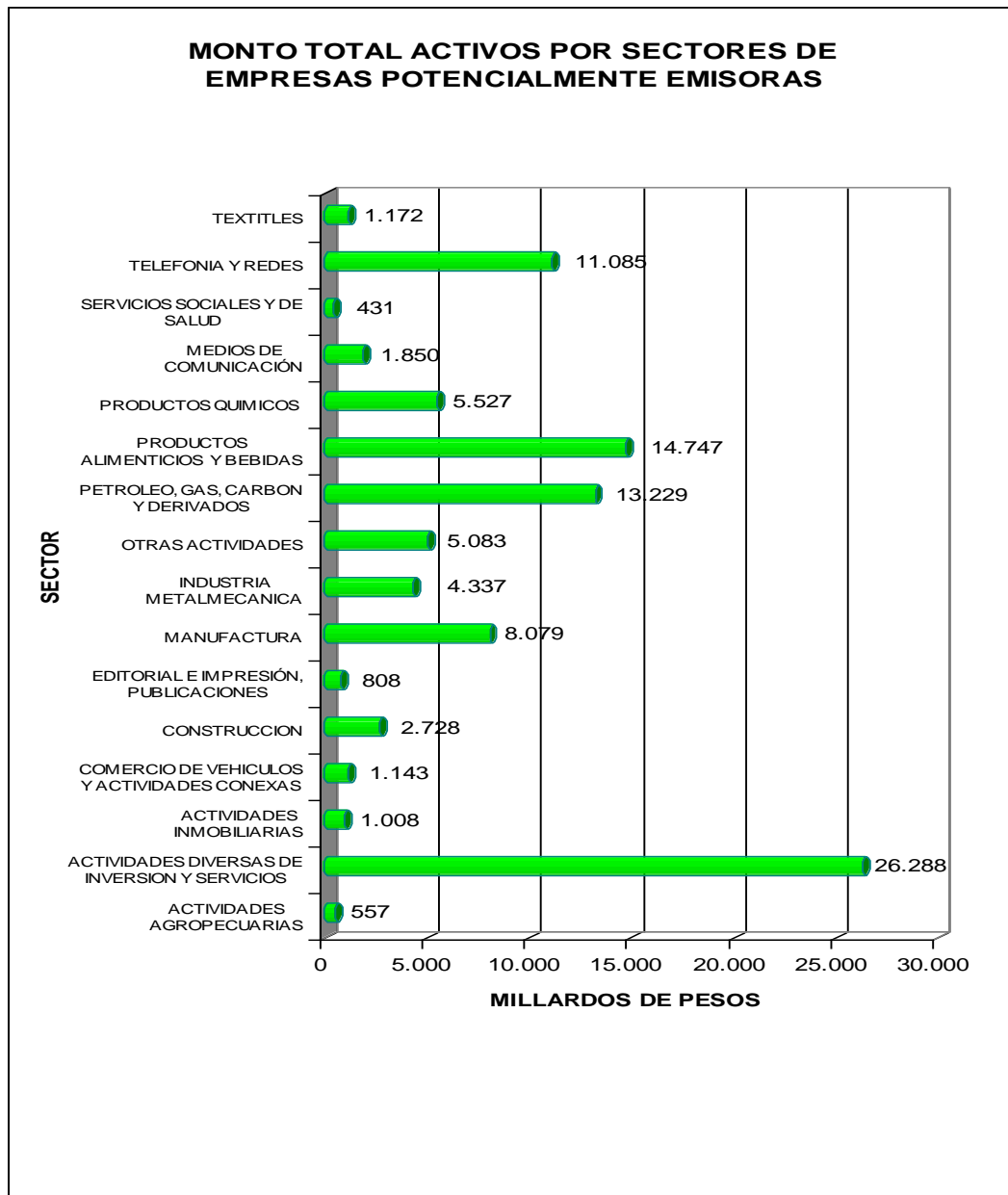
Existen registradas 385 empresas de los diferentes sectores, que cumplen con esas condiciones, a continuación se muestra el gráfico con la información consolidada por sector en millardos de pesos:

GRÁFICA 6

SECTOR	TOTAL ACTIVOS
ACTIVIDADES AGROPECUARIAS	557
ACTIVIDADES DIVERSAS DE INVERSION Y SERVICIOS	26.288
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	1.008
COMERCIO DE VEHICULOS Y ACTIVIDADES CONEXAS	1.143
CONSTRUCCION	2.728
EDITORIAL E IMPRESIÓN, PUBLICACIONES	808
MANUFACTURA	8.079
INDUSTRIA METALMECANICA	4.337
OTRAS ACTIVIDADES	5.083
PETROLEO, GAS, CARBON Y DERIVADOS	13.229
PRODUCTOS ALIMENTICIOS Y BEBIDAS	14.747
PRODUCTOS QUIMICOS	5.527
MEDIOS DE COMUNICACIÓN	1.850
SERVICIOS SOCIALES Y DE SALUD	431
TELEFONIA Y REDES	11.085
TEXTILES	1.172
GRAN TOTAL	98.074

Fuente: www.supersociedades.gov.co

GRÁFICA 7



Fuente: www.supersociedades.gov.co

Esto quiere decir que entre las empresas registradas existe un monto total de recursos invertido en activos de 98.074 millardos de pesos con los que podría

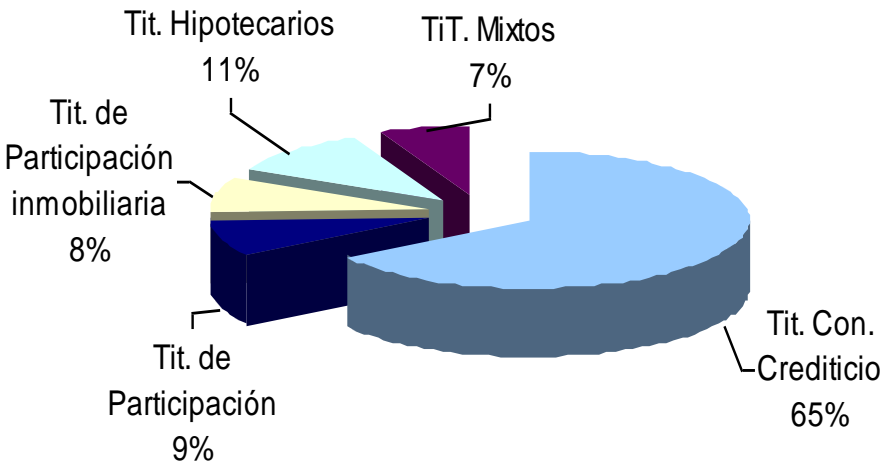
financiarse la industria si se transformaran sus activos inmovilizados en activos líquidos a través de procesos de titularización.

Estos activos pueden titularizarse en la modalidad de contenido crediticio o de participación que ofrecerían a los inversionistas rendimientos como producto de la valorización de sus activos y de la renta proveniente de su explotación, pero eso depende de la calidad del bien inmueble y de su ubicación.

b. Mercado de inversores

La mayoría de títulos son de contenido crediticio, siendo estos los de mayor aceptación en el mercado.

GRÁFICA 8



Fuente: Supervalores.

Por otro lado existe el mercado de los inversores, esto es las personas y empresas que podrían estar interesadas en invertir su capital en esta clase de títulos. Básicamente las empresas que disponen de la liquidez para estas inversiones son los fondos de pensiones, y están autorizadas por la Superintendencia de Valores para invertir en estos títulos según Resolución Número 0107 de 1997, en el artículo 2, literal b: “En desarrollo de lo previsto en la letra g) del artículo 170 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero, los fondos de pensiones de jubilación e invalidez voluntarios, administrados por sociedades administradoras de fondos de pensiones y cesantías, sociedades fiduciarias y compañías de seguros autorizados por la Superintendencia Bancaria, podrán efectuar las siguientes inversiones:

Bonos ordinarios y papeles comerciales inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios; Títulos emitidos en desarrollo de procesos de titularización...”

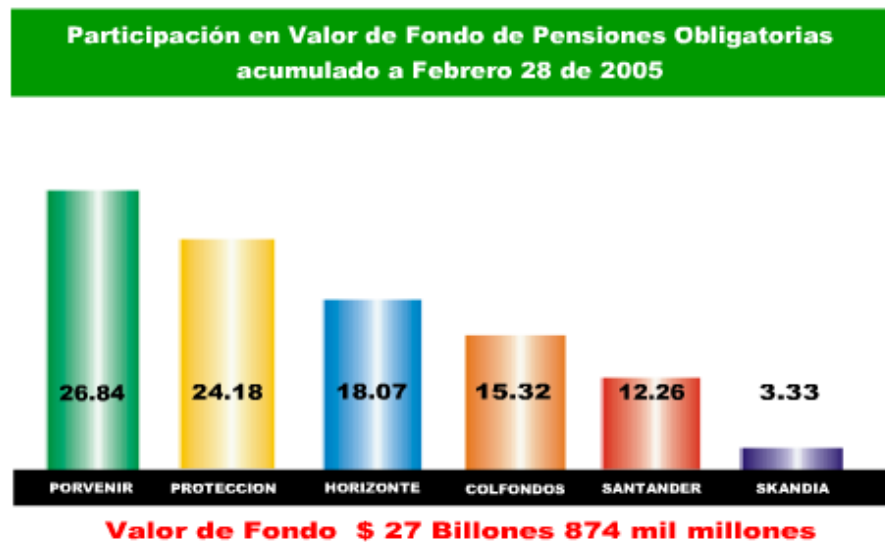
Por otro lado en el Decreto presidencial Número 2049 de 2001 se establecen los topes para inversión de los recursos de fondos de cesantías, que según establece el artículo 4: “Límites globales de inversión. La inversión en los distintos activos señalados en el artículo 2° del presente decreto, estará sujeta a los límites máximos previstos a continuación con respecto al valor del fondo:

1. Hasta en un 20% para las inversiones en los instrumentos descritos en el Subnumeral 1.2.
2. Hasta en un 10% para los instrumentos descritos en el numeral 2.
3. Hasta en un 40% para los instrumentos descritos en el numeral 4.
4. Hasta en un 20% para los instrumentos descritos en el numeral 5...” (Títulos Inmobiliarios

Las entidades encargadas de invertir los recursos de los fondos de pensiones son las AFP o Administradoras de fondos de pensiones, a continuación se listan las entidades adscritas a Asofondos:

- [Colfondos](#)
- [Horizonte BBVA](#)
- [Porvenir](#)
- [Protección](#)
- [Santander](#)
- [Skandia](#)

GRÁFICA 9



Fuente: www.asofondos.org.co/

Estas empresas actualmente tienen un porcentaje mínimo de inversión que no supera el 3% en este tipo de títulos por el bajo nivel de confianza, y la totalidad de la inversión se encuentra en títulos de contenido crediticio, ya que los de

participación inmobiliaria presentan un riesgo muy alto. No obstante la ley les permite invertir hasta un 20% de sus recursos en esos títulos, hace falta impulsar el mercado para recuperar la confianza de los inversores.

2.2.2 Principales activos titularizados en Colombia

La titularización como producto financiero ha venido a llenar los requerimientos de aquéllos que acuden al mercado de valores, presentándose simultáneamente como una atractiva opción para el inversionista y como una alternativa interesante para los que requieren financiar actividades productivas.

Dentro de los principales activos titularizados en Colombia tenemos:

1. **La titularización inmobiliaria**, que constituye la posibilidad de estructurar procesos de titularización a partir de proyectos inmobiliarios donde el patrimonio autónomo está constituido por el lote en que se construirá el inmueble, los estudios técnicos y de factibilidad económica y el presupuesto de costos del proyecto. Esta figura contribuye a la reducción de costos financieros en la construcción inmobiliaria y facilita la comercialización de proyectos, igualmente este esquema puede concebir su conformación con sumas de dinero destinadas a compra del lote o a la ejecución del proyecto.

En este tipo de titularización se puede contemplar que los inversionistas que adquieran los títulos emitidos participen en la valorización del inmueble y/o en los ingresos generados por el arrendamiento del mismo, además definir variantes en cuanto al destino del inmueble una vez finalice la

titularización, bien sea venderlo o aplicar una opción o compromiso de recompra por parte del originador.

Los bienes inmobiliarios susceptibles de titularizarse son:

- a) Inmuebles construidos: emitir títulos respaldados por el activo inmobiliario en sí, que puede constituir o no la transferencia de la propiedad del bien.
- b) Proyectos de construcción (lotes o sumas de dinero): emisión de títulos respaldados por los flujos de efectivo futuros del proyecto.
- c) Fondos Inmobiliarios: son fondos comunes especiales destinados a Invertir en inmuebles construíos, en proyectos inmobiliarios o en otros títulos emitidos en procesos de titularización inmobiliaria.

2. **La titularización ganadera**, que consiste en la emisión de títulos valores de contenido crediticio con cargo a un Patrimonio Autónomo constituido por novillos y derechos de pasturas, cedidos por un originador mediante la firma de un contrato de Fiducia Mercantil. La Titularización Ganadera es un instrumento de financiación mediante el cual un grupo de ganaderos interesados en cebar (engordar) su ganado se unen para buscar el dinero que contribuya a realizar esta actividad. Los ganaderos a través de una fiduciaria, conforman un patrimonio autónomo con las reses y las pasturas que desean incluir en la actividad de ceba, con el fin de emitir títulos de contenido crediticio. Estos títulos son adquiridos por inversionistas quienes cuentan con el respaldo de garantías para asegurar la transparencia y la disminución del riesgo de su inversión. Una vez cumplido el período de ceba se vende el ganado, y con los dineros obtenidos se pagará a los

inversionistas el capital más los intereses, y se cubrirán los costos del proceso, mientras que el remanente será girado a los ganaderos como utilidad por la ceba de los animales.

El mecanismo de la titularización de ganado representa para Colombia uno de los instrumentos de financiación más novedosos que se ha puesto a disposición de los productores agropecuarios. La titularización es un mecanismo que permite una reducción efectiva de los costos financieros, que genera oportunidad en los desembolsos y que habilita a múltiples productores como sujetos de crédito.

La Titularización Ganadera se ha convertido en una importante alternativa de financiación para el sector agropecuario colombiano, impulsada con éxito a partir de Junio del 2000. Hasta el año 2003, se habían titularizado cerca de 157.000 animales por un valor aproximado a los US \$40 millones a través de la emisión de aproximadamente 176.000 títulos, y donde intervinieron cerca de 500 ganaderos.

3. **La titularización hipotecaria**, con esta operación, las entidades financieras eliminan los inconvenientes derivados del descalce de plazo y tasa entre su activo de largo plazo denominado en Unidad de Valor Real (UVR) y su pasivo de corto plazo en pesos. Esto reduce la vulnerabilidad a los cambios del ciclo económico y a la volatilidad propia de variables como la tasa de interés o la tasa de inflación.

Como Herramienta macroeconómica la titularización conlleva la vinculación de recursos de largo plazo de inversionistas institucionales (tradicionalmente

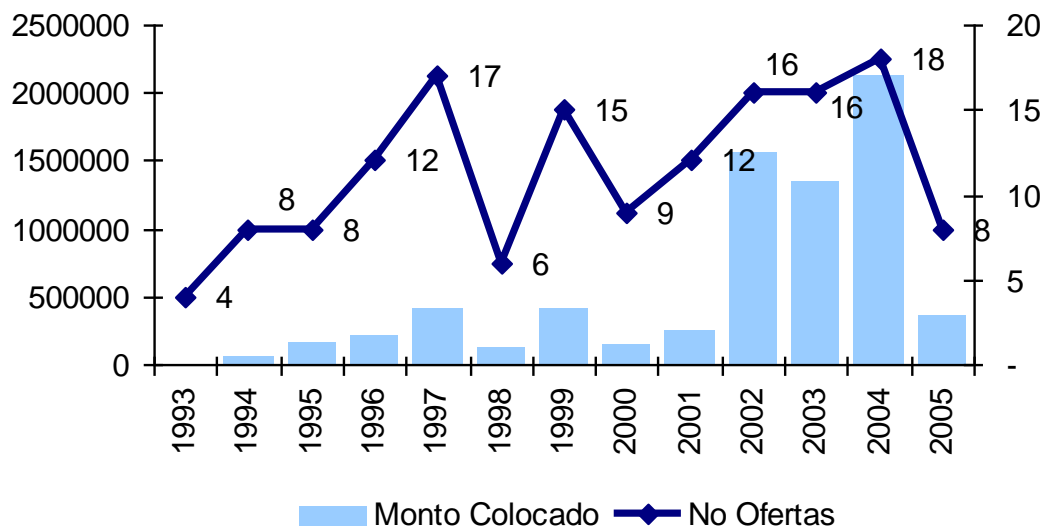
concentrados en otros mercados) a la financiación de vivienda, lo que implica más oferta de recursos para esta actividad.

2.3 La titularización en el mercado de valores colombiano

En todo mercado de valores, existen dos clases de participantes que acuden a él para satisfacer sus necesidades: Los que requieren nuevas opciones de inversión y los que esperan nuevas opciones de financiamiento. Cada quien en busca de aquél producto que mejor se adapte a sus expectativas.

GRÁFICA 10

Evolución montos colocados y No de Ofertas



Fuente: Supervalores.

En el mercado de valores en Colombia encontramos como fuentes de financiación:

Aceptaciones Bancarias: Son letras de cambio giradas por un comprador de mercancías a favor del vendedor de las mismas. Se llaman así, porque una entidad bancaria está aceptando la letra de cambio como aval, para garantizar el cumplimiento y pago oportuno de ésta. El banco al aceptar la letra de cambio, le gira al vendedor lo que el comprador le debía. Su plazo máximo es de un año. Se consideran títulos no fraccionables. Son títulos al descuento.

Bonos: Son títulos valores que representan una parte alícuota de un crédito constituido a cargo de la entidad emisora para financiarse con recursos del público y no a través de un crédito. Pueden ser emitidos por entidades públicas o privadas. Los recursos se pueden destinar a financiar nuevos proyectos de inversión, ampliaciones de planta, sustitución de pasivos, necesidad de capital de trabajo, etc. Su plazo mínimo es de un año. Son títulos a la orden. No gozan de liquidez primaria antes de su vencimiento y son libremente negociables.

Existen diferentes clases de bonos entre los cuales se encuentran:

Bonos Ordinarios: Pueden ser emitidos por cualquier sociedad previa autorización de la Superintendencia de Valores de Colombia.

Bonos convertibles en acciones BOCEAS: Son bonos convertibles en acciones, en los cuales la amortización a capital se realiza otorgando acciones al tenedor. Tienen las características de los bonos ordinarios y adicionalmente otorga a sus

propietarios el derecho a convertirlos en acciones de la sociedad emisora. Son títulos nominativos.

Bonos Públicos: Son emitidos por una entidad gubernamental o ente territorial.

Bonos de Garantía General: Bonos que pueden emitir las Corporaciones Financieras.

Bonos de Garantía Específica: Bonos que pueden emitir las Corporaciones Financieras como respaldo a un crédito colectivo específico.

Certificado de Depósito a Término-CDT: Es un certificado que usted recibe de un establecimiento de crédito por depositar una suma de dinero durante un periodo mínimo de un mes. La tasa de interés está determinada por el monto de dinero depositado, el plazo y las condiciones del mercado en el momento de la constitución del depósito. Son títulos nominativos.

Papeles Comerciales: Son pagarés ofrecidos para su compra-venta antes de su vencimiento en el mercado de valores. No pueden tener vencimientos inferiores a 15 días, ni superiores a 270 días.

Títulos de Tesorería - TES: Son títulos emitidos por el Gobierno Nacional y administrados por el Banco de la República, estos fueron creados por la Ley 51 de 1990. Dichos títulos pueden ser emitidos a una tasa fija, indexados al IPC,

emitidos en unidades de valor real (UVR), o en dólares. La negociación de estos títulos puede consultarse en Mercado de Deuda Pública.

Títulos de Devolución de Impuestos-TIDIS: Son títulos de devolución de impuestos nacionales que constituyen Deuda Pública interna y son libremente negociables. Estos títulos sólo servirán para cancelar impuestos o derechos administrados por las Direcciones de Impuestos y de Aduanas, dentro del año calendario siguiente a la fecha de su expedición.

Titularizaciones: Es el proceso mediante el cual se emiten títulos que representan la participación en la propiedad de diferentes bienes o activos tales como: Títulos de deuda pública, títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, cartera de crédito, activos inmobiliarios y rentas y flujos de caja determinables con base en estadísticas de los últimos tres años o en proyecciones de por lo menos tres años continuos. Estos bienes o activos constituyen un patrimonio autónomo, con cargo al cual se emiten títulos.

Los procesos de titularización podrán iniciarse a partir de la conformación de fondos o patrimonios con sumas de dinero destinadas a la adquisición de cualquiera de los bienes. Sólo en los procesos de titularización efectuados para el desarrollo de obras públicas, se podrán utilizar proyecciones de flujos futuros como base de la estructuración del proceso. En este proceso interviene un originador, aquel que transfiere los bienes; el agente de manejo, que es quien recauda los recursos provenientes de la emisión; la administradora, entidad encargada de la custodia de los bienes, y la colocadora, entidad facultada para actuar como suscriptor.

La titularización inmobiliaria proporciona un mayor desarrollo del mercado de valores, puesto que amplía el abanico de opciones para invertir, ayuda a profundizar el mercado, además en su mayoría los títulos inmobiliarios tienen buenas calificaciones de riesgo, lo que significa que representan una alternativa bastante segura para los inversores. También se constituye en una alternativa económica de recursos, lo que ayuda a abaratar los costos de capital en el mercado, ya que sustituye la intermediación financiera por una mediación directa.

En el mercado bursátil colombiano existen 581 empresas activas registradas y autorizadas por la Superintendencia de Valores para emitir valores en el mercado de valores, de las cuales 27 han emitido títulos de estas características. En el siguiente cuadro se muestra el monto total negociado en el MEC (Mercado electrónico colombiano) por tipo de título y en el gráfico se muestra la participación de los montos negociados de títulos inmobiliarios sobre el monto total negociado al año:

GRÁFICA 11

SUPERINTENDENCIA DE VALORES

MERCADO ELECTRONICO Acumulado año actual Millones \$ COLOMBIANO MEC

TITULO	2008	2007	2006	2005	2004
PAPELES OFICIALES	525.653.764	328.574.870	247.691.943	56.962.184	42.311.549
PAPELES SECTOR PRIVADO	70.835.585	47.333.723	31.514.378	21.388.043	18.955.197
TITULOS INMOBILIARIOS	17.793.774	12.673.816	5.168.260	1.092.759	809.564
FORWARDS	5.019.599	3.509.938	2.039.709	681.657	12.114
TOTAL MERCADO BURSATIL	619.302.722	392.083.347	286.414.290	80.124.643	62.088.424

Fuente: Revista "La Titularización en Colombia", una ventana hacia la modernización Financiera, autor División de Ofertas Públicas, Superintendencia de Valores, Bogotá, 1999.

3. PROCESO PARA LLEVAR A CABO LA TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA

La titularización inmobiliaria es un proceso mediante el cual un inmueble se transforma en documentos bursátiles, con lo que se transforma en líquidos elementos líquidos como una prioridad: un lote, edificios, viviendas, locales comerciales etc. Pero para llevar a cabo este proceso es preciso de cumplir con ciertos requisitos en una serie de pasos ordenados como presentamos a continuación. Lo enmarcamos dentro del desarrollo final de este estudio por ser uno de los objetos de Titularización más efectuados en Colombia.

a. Estudio previo

Debe llevarse a cabo un estudio con la finalidad de seleccionar el modelo que mejor se adapte a las necesidades del caso particular. El estudio debe incluir:

- ❖ **Análisis de mercado:** para establecer la comercialización del título en el mercado de valores. Es necesario establecer la evolución bursátil del título, diseñar el soporte publicitario y comercial y todo el proceso que implica la comercialización del título.

- ❖ **Valorización del Inmueble:** es necesario determinar cómo se comportara el precio del inmueble en el futuro, prever los posibles incrementos en el precio del mismo, con lo cual aumenta su capacidad de generar riqueza a su propietario.

- ❖ **Flujo de Caja:** establecer el monto y el momento en el que se generan los flujos futuros del proyecto para determinar la rentabilidad y la tasa de retorno del proyecto, para poder establecer la rentabilidad ofrecida a los posibles inversionistas. Por tratarse de un esquema en el que estos flujos constituyen un valor preponderante en la rentabilidad ofrecida al inversionista, deben incorporarse mecanismos de cobertura que permitan cubrir en una y media veces el coeficiente de desviación del flujo ofrecido, según se contempla en la resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores.

- ❖ **Análisis del Modelo de Titularización:** los posibles modelos de titularización son prácticamente ilimitados ya que dependen de la mezcla de muchas variables, tales como el plazo, la tasa, el tipo de renta y el tipo de inmueble del que se trate. Pero a rasgos generales se puede establecer dos tipos de clasificaciones. La primera se hace con base en la parte financiera del título, según esto se puede clasificar en : títulos de renta fija, los de tipo de crédito, que ofrecen una renta determinada al inversionista con reintegro del capital en uno o varios plazos; Los títulos de renta variable, que ofrecen al inversionista una rentabilidad que depende de la rentabilidad del proyecto, tiene características inmobiliarias, es decir que la rentabilidad del inversionista depende de la explotación económica del inmueble y de las valorizaciones; y por último los títulos de renta mixta que comprenden derechos de participación y contenido crediticio simultáneamente. Por otra parte la clasificación puede hacerse según el objeto a titularizar, estos pueden ser inmuebles los cuales a su vez se dividen en vivienda y comerciales, o pre inmuebles que pueden ser lotes o proyectos. Esto nos da las posibilidades básicas de titularización, de las cuales es necesario seleccionar la que más se adecua al caso particular.

- ❖ **Análisis Comparativo:** se debe contrastar la titularización del inmueble con otras posibles fuentes de financiamiento disponibles para el proyecto, a fin de establecer las ventajas comparativas y los costos diferenciales.
- ❖ **Estudio Jurídico:** determinar todos los aspectos jurídicos que afectan específicamente al inmueble titularizar.
- ❖ **Estudio Jurídico:** Determinar todos los aspectos jurídicos que afectan específicamente al inmueble a titularizar. El activo inmobiliario debe estar libre de gravámenes, condiciones resolutorias o limitaciones de dominio diversas derivadas del régimen de propiedad horizontal. Debe existir un avalúo de la lonja.
- ❖ **Estructura jurídica de los modelos:** dependerá del modelo de titularización seleccionado. También se deben elaborar las escrituras de constitución de la fiducia.
- ❖ **Otros aspectos a considerar:** el inmueble debe estar asegurado contra riesgos de incendios y terremotos durante la vigencia de la fiducia mercantil como contempla en la Resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores.

b. Bursatilización

Consiste En transformar el inmueble en título valor capaz de ser transado en la bolsa de valores, con lo que se le otorga liquidez y un mayor interés comercial al bien, esto constituye la principal ventaja del proceso de titularización. Para llevar

a cabo esta transformación es necesario trasladar el inmueble a un patrimonio autónomo fiduciario, para que este lo convierta en unidades bursátiles, es decir títulos inmobiliarios como se establece en la resolución 400 de 1995 de la Superintendencia de Valores, la cual en el artículo 1.3.1.2 establece que las vías jurídicas para titularizar son: Contrato de Fiducia Mercantil y Fondos Comunes Especiales.

c. Estudio de la Superintendencia de Valores

Este organismo es el encargado de reglamentar, controlar, y registrar los títulos. La misma, una vez consignados los estudios financieros, jurídicos y económicos y todos los documentos contemplados en la resolución 400 de 1995, realiza un estudio que puede durar hasta 60 días. Durante dicho estudio es posible que se soliciten aclaraciones sobre la información presentada en los estudios. Una vez aclarados todos los aspectos, la Superintendencia de Valores ordena la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, mediante una resolución, y autoriza la oferta pública de los Títulos. Es necesario aclarar que el monto mínimo para una emisión es de 1.500.000 de dólares, que no necesariamente debe estar constituido por un solo inmueble, sino que pueden crearse paquetes de un determinado número de inmuebles que en su conjunto alcanzaran este valor.

d. Calificación de riesgo

Este proceso puede desarrollarse en paralelo con el estudio de la Superintendencia de Valores, ya que básicamente los requisitos son los mismos. La firma autorizada en Colombia es Duff and Phelps de Colombia. El proceso

consiste en examinar el inmueble con la finalidad de conocer su calidad y expectativas de valorización, ubicación y riesgos futuros. Lleva a cabo igualmente un análisis de la estructura del sistema de titularización empleada para determinar si es el más adecuado, también analiza de la calidad del emisor y del arrendatario, los flujos futuros, etc. Con toda esta información la Calificadora clasifica el título según el nivel de riesgo establecido en el estudio, la calificación de riesgo de títulos inmobiliarios va precedida de la letra I, a continuación se presenta la escala utilizada.

GRÁFICO 12

Titularizaciones Inmobiliarias

Titularizaciones Inmobiliarias	
i AAA	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen la más alta calidad, reflejo de las probabilidades de rendimiento dado por las perspectivas de valorización de los activos subyacentes, por los flujos de caja provenientes de sus cánones de arrendamiento y/o otros frutos producto de los mismos y por las condiciones de la emisión.
i AA + i AA i AA -	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una alta calidad, sin embargo esta puede estar ligeramente afectada por las condiciones económicas cambiantes.
i A+ i A i A-	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una muy buena calidad, sin embargo es más variable en períodos de inestabilidad económica.
i BBB + i BBB i BBB -	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una calidad promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos, lo que puede provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.
i BB+	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una calidad

i	BB	inferior al promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos, lo que puede provocar fluctuaciones frecuentes en su calificación.
i	BB-	
i	B+	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una calidad muy inferior al promedio. Existe una variabilidad considerable durante los ciclos económicos. Las emisiones calificadas en esta categoría también pueden variar con frecuencia.
i	B	
i	B-	
i	CCC	Los títulos calificados en esta categoría ofrecen una calidad incierta.
i	EE	Sin suficiente información para calificar.

Fuente: <http://www.dcrcolombia.com.co/>

Luego de esto se procede a:

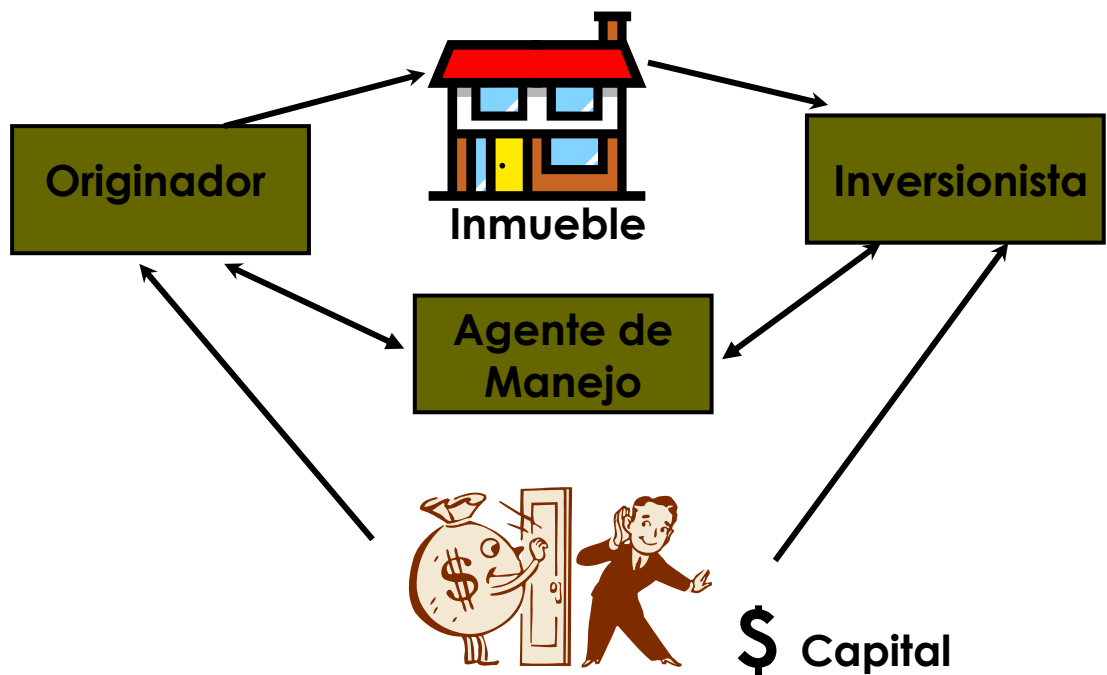
Emisión: Una vez los títulos han sido autorizados y calificados, puede llevarse a cabo la emisión, para lo cual se inscriben en la Bolsa de Valores y se hace la oferta pública. Así el Título queda inscrito en el mercado primario y puede llevarse a cabo el proceso de promoción y colocación en el mercado secundario, que es el que le va a otorgar la mayor liquidez al título y es función del Promotor bursátil interesar al público en este, para que existan compradores interesados en la recompra del título.

Terminación: El proceso finalmente concluye y el inmueble regresa a su estado inmobiliario, cuando el emisor recompra los títulos, a respecto la resolución 400 de 1995.

Plazo. Art. 1.3.1.8 – El plazo de redención final e los títulos no será inferior a un (1) año. No obstante podrán efectuarse amortizaciones parciales a término inferior de un año. Siempre que la sumatoria de las mismas no supere el 30% del valor capital del título se puede. La superintendencia de Valores podrá autorizar títulos con redención inferior o con amortizaciones parciales que superen el porcentaje mencionado cuando las condiciones particulares del proceso así lo requieran. El plazo máximo de redención de los títulos no podrá superar el plazo del contrato que dio origen a la conformación del patrimonio o del fondo de valores.

FIGURA 2

PROCESO DE TITULARIZACIÓN INMOBILIARIA



CONCLUSIONES

En el desarrollo de estos tres capítulos puede verse que la Titularización es una herramienta de financiación que tiene tanto un marco normativo como de mercado establecido y permanente, que aporta una alternativa real, viable y económica de obtención de recursos para la financiación de proyectos de todo tipo. Dadas las condiciones especiales de manejo y bienes objetos de Titularización.

Es de aclarar que los costos analizados incluyen todos aquellos costos que se requieren para mantener el título, cuyos desembolsos pueden ser periódicos, anuales, semestrales o una sola vez, según el tipo o descripción de los mismos. Otra ventaja que se observa frente a los otros tipos de emisiones está dada en que la titularización mejora la estructura financiera de las empresas permitiéndoles desmovilizar recursos disminuyendo el nivel de sus activos.

De igual manera para el Inversionista es un mercado alternativo, donde el riesgo se disminuye, dado que este tiene una alta calificación ya que la inversión es recuperable al estar el bien inmueble como garantía. Su rentabilidad depende de la calidad del inmueble titularizado.

Realmente se puede observar que el alcance para las empresas es bastante importante, pues es una oportunidad que ofrece el mercado para darle rotación a recursos inmovilizados a costos bajos y en especial, que acelera los flujos de caja al liberar recursos. También se considera buenas opciones para el mercado de valores ya que se amplía su portafolio de servicios para los inversores.

Las titularizaciones de activos, también han sido tenidas en cuenta en el nuevo régimen de inversión de los fondos de pensiones, cuyo límite global es hasta el 20%. Su crecimiento en el país se ha visto limitado más al desconocimiento de la operación de la figura que a su inconveniencia o no en los mercados de valores.

Vale la pena anotar que las titularizaciones hipotecarias es una de las alternativas que se viene impulsando hoy día. Esta figura es utilizada por las entidades financieras que participan del crédito hipotecario, convirtiendo esta clase de cartera en recursos los cuales son utilizados en nuevos créditos, esto indica una reactivación de la construcción de vivienda en especial la de interés social.

RECOMENDACIONES

Por el alcance de esta investigación se concluye que el tema amerita una investigación más profunda sobre las alternativas posibles, si bien, el estudio presenta una clara visión de la situación actual, no ofrece alternativas, por las limitantes de tiempo y recursos. Lo que se propone es llevar a cabo un estudio con la finalidad de diseñar un instrumento de titularización como variante al actual, básicamente de participación y que sea atractivo para los inversores que son los que finalmente establecen la demanda y por lo tanto la bursatilidad de un instrumento financiero.

Todo instrumento de financiación requiere generar la confianza en los inversores y por ello se requiere una mayor divulgación de la estructura de la Titularización a cuyo aporte hemos contribuido dentro del alcance de esta investigación.

Adjunto se anexa caso de titularización de cartera hipotecaria en Colombia sobre Títulos Hipotecarios "TECH E-3" a Diciembre de 2005, realizada por TH A Banco Bancolombia, TH A Banco AV Villas y TH A Banco BCSC a través de la Titularizadora Colombiana, en el que se puede apreciar con detalle, los pasos a seguir para el proceso de titularización.

BIBLIOGRAFÍA

BREALEY, Richard A. y otro. MANUAL DE FINANZAS CORPORATIVAS. TOMOS I, II Y III. MCGRAW-HILL INTERAMERICANA S.A. Bogotá: 1995.

WESTON, J. Fred y otro. MANUAL DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA. TOMOS I, II Y III. MCGRAW-HILL INTERAMERICANA S.A. Bogotá: 1994.

MENDENHALL, William y otros. ESTADÍSTICA MATEMÁTICA CON APLICACIONES. GRUPO EDITORIAL IBEROAMÉRICA S.A. México: 1988.

THIRLWALL Anthony, 2003. LA NATURALEZA DEL CRECIMIENTO ECONÓMICO. UN MARCO ALTERNATIVO PARA COMPRENDER EL DESEMPEÑO DE LAS NACIONES, FONDO DE CULTURA ECONÓMICA, México.

DÍAZ & ARDILA GABRIEL. Libro "Titularización": Oikos. Editorial Guadalupe Ltda., Bogotá, 1997.

En: ENTREVISTA, Marta Ibarra, Directora Banca Corporativa, DAVIVIENDA, Junio 20 de 2005.

En: ENTREVISTA, Orlando Camacho Valencia, Director de Negocios Fiduciarios, DAVIVIENDA, Junio 21 2005.

En: ENTREVISTA, Harvey Marulanda, Banca de Inversión, Banco de Crédito, Julio 2 de 2005.

Revista “La Titularización en Colombia”, una ventana hacia la modernización. Financiera, autor División de Ofertas Públicas, Superintendencia de Valores, Bogotá, 1999.

Las Web:

<http://www.Bolsa/valores/bolivia.com/folletos8/folletos08.htm>

<http://www.dcrcolombia.com.co>. Calificación de riesgos.

www.asofiduciaras.org.co. Resolución 400 de 1995.

www.asofondos.org.co Fondos de pensiones

www.gestiopolis.com/recursos/documetnos/folldoes/eco/teodemdineor/essi.htm

www.postgrado/tesis/reseñahistoricadelaevolucióndelacienciafinanciera.Monografías.com.htm

www.supervalores.gov.co/titula_hipo.htm. Requisitos que se deben cumplir para autorización. Oferta Pública de títulos emitidos en desarrollo.

www.superbancaria.gov.co/normas/boletines/2000/500-0300/ance015.doc

www.titularizadora.com/latitularizacion.asp.